



**Sara Cristina Correia  
Neves**

**Sustentabilidade Financeira das IPSS: 3 casos de  
estudo utilizando metodologias de avaliação de  
empresas**



**Sara Cristina Correia  
Neves**

**Sustentabilidade Financeira das IPSS: 3 casos de  
estudo utilizando metodologias de avaliação de  
empresas**

Relatório de Projeto apresentado à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Mara Teresa da Silva Madaleno, Professora Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro

Dedico este trabalho a todos aqueles que de forma direta e indireta contribuíram para o seu desenvolvimento.

Particularmente dedico aos meus pais e irmã pelo constante apoio em todos os dias da sua realização.

Dedico à minha orientadora pela disponibilidade constante e por toda a ajuda, sem a qual este projeto não teria sido possível de concretizar.

Dedico a todos os meus amigos, que sempre me apoiaram e proferiram palavras de encorajamento e confiança.

## **o júri**

presidente

**Prof. Doutor Daniel Ferreira Polónia**

professor auxiliar convidado da Universidade de Aveiro

**Prof. (a) Doutor (a) Maria da Conceição de Castro Sousa Nunes**

professora adjunta do Instituto Politécnico do Porto

**Prof. (a) Doutor (a) Mara Teresa da Silva Madaleno**

professora auxiliar da Universidade de Aveiro

## **Agradecimentos**

Agradeço á Dr.<sup>a</sup> Helena, responsável pela IPSS “Centro Social Nossa Senhora  
Ó D’Aguim”

Agradeço ao Dr. Carlos, responsável pela IPSS “OS Pioneiros”

Agradeço ao responsável pela IPSS “X”

## **palavras-chave**

Metodologias de avaliação de empresas, Avaliação com Base no Rendimento, Outras Abordagens de Avaliação, EVA, CVA, MVA, FCFE, FCFF, IPSS, Sustentabilidade Financeira

## **Resumo**

O presente trabalho aplica metodologias de avaliação de empresas para proceder à avaliação de Instituições Particulares de Segurança Social (IPSS), onde se procura evidenciar e alertar para as várias lacunas que demonstram a não coerência entre estudiosos e gestores.

Atualmente a situação económica que vigora não é favorável, nem permite que as referidas empresas aumentem a quota aos utentes para salvaguardar a sua situação financeira. Assim o objetivo primordial é analisar a sustentabilidade financeira das referidas empresas, mediante apresentação de casos de estudo, sendo que a comparticipação da segurança social é condição necessária para a sustentabilidade financeira das mesmas.

Da análise elaborada apreendemos que as várias metodologias apresentam algumas limitações, muito particularmente quando nos referimos a uma IPSS, dado serem empresas não cotadas na bolsa. As metodologias sustentadas permitiram concluir que as IPSS que compõem os casos de estudo têm algumas fragilidades económicas. No entanto a gestão diária e incisiva permitirá às mesmas continuar a desenvolver a sua atividade de forma a permanecer no ativo, sempre conscientes de que se a compartição da segurança social diminuir, a sua viabilidade ficará muitíssimo reduzida, colocando em risco a sua sobrevivência financeira.

**keywords**

Company Evaluation Methodologies, Evaluation through Income, Other Evaluation approaches, EVA, CVA, MVA, FCFE, FCFF, IPSS, Financial Sustainability

**Abstract**

The current work applies company evaluation methodologies to perform the evaluation of Social Security Private Institutions (IPSS), where we try to highlight and alert to the several missing's that show the non-coherency between academics and managers.

Actually the prevailing economic situation isn't favorable, nor does it allow that the mentioned companies can increase the quote of users to keep their financial situation. As such, our main goal is to analyze the financial sustainability of the mentioned companies through case studies presentation, knowing that the social security participation through financing is a necessary condition for their financial sustainability.

From the analysis performed we have learned that the several methodologies applied present some limitations, particularly when we refer to an IPSS, given that these are non-quoted firms in a stock exchange. The sustained methodologies applied allowed us to conclude that IPSS which were object of analysis through case studies have some economic fragilities. However, the daily and incisive management will allow them to keep developing their activity and remain working, always conscious that if the social security participation decreases, their viability will decrease a lot, turning harder and riskier their financial subsistence.

*“Fight with determination, embrace life with passion, lose with class and win with boldness, because the world belongs to those who dare and life is too beautiful to be negligible.”*

**Charlie Chaplin**



## **Índice**

1. Introdução	1
2. Modelos de Avaliação de Empresas: Apresentação e Revisão	5
2.1 Conceitos Introdutórios	5
2.2 Modelos de Avaliação de Empresas	7
2.2.1 Avaliação com base no Mercado	8
2.2.2 Avaliação com base no Rendimento	12
2.2.3 Outras Abordagens de Avaliação	21
3. Metodologias de Investigação: enquadramento bibliográfico	29
3.1 Preferências e respetiva justificação	29
4. Apresentação dos Estudos de Caso e aplicação das metodologias apresentadas	39
4.1 Caracterização das Instituições	41
4.1.1 Centro Social e Cultural Nossa Senhora Ó D´ Agui	41
4.1.2 Os Pioneiros	46
4.1.3 Empresa X	48
4.2 Análise Financeira dos Relatórios de Contas	48
4.2.1 Análise com base no método dos Fluxos de Caixa Atualizados	50
4.2.2 EVA	52
4.2.3 MVA	54
4.2.4 CVA	56
4.2.5 Análise de Sensibilidade	58
Conclusão	65
Referências Bibliográficas	67

## **Índice de Figuras**

Figura 1: Concelhos Distrito de Aveiro, Portugal Continental	40
Figura 2: Número de Habitantes por Concelho, Distrito de Aveiro	40
Figura 3: Número de IPSS por concelhos, Distrito de Aveiro.	41
Figura 4: Número de Clientes na IPSS e Número de Acordos com a Segurança Social	42
Figura 5: Organigrama Centro Social e Cultural Nossa Senhora do Ó D´ Aguim	45
Figura 6: Organigrama "Os Pioneiros"	47

## **Índice de Tabelas**

Tabela 1: Valores auferidos provenientes da Segurança Social	43
Tabela 2: Variáveis base no cálculo dos métodos de Avaliação de Empresas	49
Tabela 3: Valor da empresa determinado por atualização dos FCFF e FCFE para as três IPSS analisadas	51
Tabela 4: Resultados EVA & EVA* para as IPSS analisadas	53
Tabela 5: Valores do MVA no final de cada ano para as IPSS estudadas	55
Tabela 6: Valores CVA calculados para os casos de estudo	56
Tabela 7: Valores do CVA atualizados para as IPSS analisadas	57
Tabela 8: Análise Sensibilidade às IPSS.	61
Tabela 9: Projeção de Resultados condicionada	63

## **Acrónimos e Siglas**

ASA – *American Society of Appraisers*

CEOs – *Chief Executive Officers*

CRSS – Centro Regional da Segurança Social

CVA – Cash Value Added

DR – Demonstração de Resultados

EVA – *Economic Value Added* – Valor Económico Acrescentado

FCFE – *Free Cash Flow to Equity*

FCFF – *Free Cash Flow to the Firm*

FCO – Fluxos Caixa Operacionais

INATEL – Instituto Nacional de Apoio aos Tempos Livres

IPSS – Instituição Particular de Solidariedade Social

MVA – *Market Value Added*

PBV – *Price Book Value*

PER – *Price Earnings Ratio*

PS – *Price Sales Ratio*

RL – Resultados Líquidos da empresa

RLA – Resultado Líquido por Ação

VAL – Valor Atual Líquido

VALA – Valor Atual Líquido Ajustado

Var. – Variação

VCP – Valor de Mercado dos Capitais Próprios

VRt – Valor Residual (ano T)

## 1. Introdução

Uma IPSS é uma Instituição Particular de Solidariedade Social que tem por objetivo fins de caráter meramente social. Quando nos referimos a estas instituições, será necessário salvaguardar que o seu fim último é servir a sociedade em geral e dedicarem-se à satisfação das necessidades de determinados segmentos da população, nomeadamente idosos e crianças. Mais do que satisfazer na essência as suas necessidades, têm de garantir as melhores condições e acima de tudo a sobrevivência dos seus utentes.

Conforme o Decreto-lei 119-1983, *“são uma instituição particular de solidariedade social, as constituídas, sem finalidade lucrativa, por iniciativa de particulares, com o propósito de dar expressão organizada ao dever moral de solidariedade e de justiça entre os indivíduos e desde que não sejam administradas pelo Estado ou por um corpo autárquico, para prosseguir, entre outros, os seguintes objetivos, mediante a concessão de bens e a prestação de serviços: Apoio a crianças e a jovens; Apoio à família; Apoio à integração social e humanitária; Proteção dos cidadãos na velhice e invalidez e em todas as situações de falta ou diminuição de meios de subsistência ou de capacidade para o trabalho; Promoção e proteção da saúde, nomeadamente através da prestação de cuidados de medicina preventiva, curativa e de reabilitação; Educação e formação profissional dos cidadãos e Resolução dos problemas habitacionais das populações.”*

Os seus recursos provêm dos valores que os utentes pagam e maioritariamente dos montantes atribuídos pela Segurança Social, os então apoios do Estado. Será necessário ainda realçar que dadas as condições económicas que pautam as nossas economias, sem esta ajuda, a viabilidade económica seria muitíssimo mais reduzida.

A Sustentabilidade Financeira constitui-se como uma temática mais abrangente, comparativamente à viabilidade económica, uma vez que esta pressupõe que se analise os indicadores financeiros, que se interprete os resultados e que se identifique um conjunto de soluções possíveis. Mais do que a viabilidade económica está em análise todo e qualquer investimento ou ação que poderá vir a contribuir para o crescimento dos resultados da instituição.

São múltiplos os desafios atualmente colocados às IPSS. As necessidades sociais como a pobreza, as dificuldades no fazer face às responsabilidades financeiras individuais assumidas, o desemprego acrescido e a fome aumentaram substancialmente nos últimos anos, acréscimo devido sobretudo ao atual contexto de crise económica, não se vislumbrando melhorias ao nível das condições económicas nos tempos mais próximos. Neste contexto, as IPSS e as Autarquias, isoladamente e em conjunto têm vindo a

desenvolver esforços para atenuar estas situações. Também é certo, que dependem maioritariamente dos apoios do Estado, o qual tem vindo a reduzir o seu papel de contribuinte máximo. Estando ainda enraizado no seio de muitas IPSS que as soluções passam quase sempre pelo reforço dos apoios financeiros públicos, mas a escassez crescente dos mesmos torna esta visão cada vez mais irrealista<sup>1</sup>. Logo, o desafio atual das IPSS será continuar a serem capazes de responder às necessidades atuais, mas partindo de uma base de apoio financeiro mais diversificada, onde o público contará como apenas mais uma fonte de financiamento de entre as demais. Se é certo que continuarão a depender de apoios públicos mas que existe cada vez mais necessidade de mudar de paradigma no que respeita a financiamento, torna-se útil proceder a uma avaliação económico-financeira das IPSS para perceber até que ponto seria possível as mesmas continuarem a desenvolver a sua atividade face aos novos desafios que se colocam.

É certo que as IPSS dependem financeiramente dos apoios do Estado, e assim, no sentido de se analisar a sustentabilidade financeira das mesmas, uma vez que a literatura existente se enfoca no estudo da gerontologia e da educação, irá ser apresentado neste trabalho, numa primeira instância, algumas metodologias que compõem os métodos de avaliação de empresas e de seguida procede-se à aplicação destes modelos de avaliação em determinadas IPSS, os definidos casos de estudo. Este é sem qualquer margem para dúvidas, um tema que esteve envolvido em algumas controvérsias, no sentido de que qualquer indicador de avaliação não consegue eliminar o erro pela sua totalidade, dado que, qualquer indicador tem no seu resultado uma percentagem, mesmo que mínima, que compete a alguns aspetos subjetivos como a simples diferença de perceções entre analistas, no que se refere a determinados projetos.

Conforme várias publicações, nomeadamente segundo *Carvalho (2008)*, a avaliação de desempenho de organizações como por exemplo as IPSS, continuam a ser uma questão problemática, onde desde há muito não existe consenso entre académicos e gestores. Alguns estudos, tais como o de *Kennerley e Neely (2002, 2003)* referem que tanto gestores como investigadores procuram alcançar o consenso desta problemática, no entanto sem sucesso.

Os modelos podem desenvolver-se dentro de uma organização, mas determinados fatores podem inibir ou facilitar essa mesma evolução. Quando uma organização implementa estes modelos, diversas mudanças são observadas, nomeadamente ao nível

---

<sup>1</sup> <http://www.vozdaplanicie.pt/index.php?go=noticias&id=670>

de processos, pessoas e cultura. Num ambiente de mudança o processo é facilitado, no entanto este sistema está em constante necessidade de adaptação.

O principal objetivo deste relatório de projeto é assim demonstrar a importância de gerir e avaliar qualquer instituição ou simplesmente qualquer investimento, ainda de que de valores irrisórios se tratem. A tentativa de aplicarmos a base teórica nos casos de estudo apenas nos irá conduzir a uma lógica de que será necessário determinados ajustes na teoria, para que seja passível de aplicação.

Segundo *Fernandez (2013b)* o problema fundamental de alguns dos métodos que irão ser analisados, como o *Economic Value Added* é o facto de se basearem somente no Balanço ou na Demonstração de Resultados, não tendo em linha de conta a realidade atual da empresa, pois as demonstrações financeiras demonstram essencialmente a realidade do passado. Neste sentido mais do que identificar os mais variados modelos de avaliação de empresas, importa sintetizar se efetivamente alguns desses indicadores são utilizados pelos responsáveis das IPSS apresentadas.

Uma IPSS, ainda que de carácter social, não deixa de ser uma empresa com objetivos definidos, sendo-lhe assim exigida, em termos de gestão eficaz, uma exatidão e elevada responsabilidade na sua administração. Estes objetivos podem diferenciar-se dos demais, mas uma boa gestão sem dúvida é a essência de qualquer caminho que nos leva ao progresso e à sustentabilidade no mais longo prazo.

Segundo a análise efetuada aos casos de estudo foi possível perceber que na atualidade as IPSS dependem financeiramente dos apoios do estado, distribuídos atendendo ao número de utentes. Verifica-se sempre a existência de IPSS que dispõe de mais recursos comparativamente a outras que atuam no mesmo setor, o que estará condicionado pela forma de condução da atividade diária, nomeadamente atividades que desenvolvam para angariar fundos e forma de os aplicar.

A presente dissertação é composta pelas seguintes secções: A secção 2 apresenta os modelos existentes de avaliação de empresas em jeito de revisão de literatura, que se subdividem em três perspetivas de análise, mormente: Avaliação com Base no Mercado; Avaliação com Base no Rendimento e Outras Abordagens de Avaliação. Na secção 3 são apresentadas as metodologias de investigação e justificação para as preferências desencadeadas, baseadas em aplicações empíricas prévias. A secção 4 apresenta os casos de estudos: primordialmente apresenta as instituições, mormente um breve historial, a localização, o organigrama, entre outros aspetos considerados relevantes. De seguida apresenta-se uma exposição de resultados, e respetiva análise, face aos estudos

financeiros desenvolvidos com base nas metodologias de avaliação de empresas apresentadas.



## **2. Modelos de Avaliação de Empresas: Apresentação e Revisão**

Nesta secção procuramos efetuar um enquadramento teórico da temática em estudo relativamente à literatura que apresenta e desenvolve os modelos de avaliação de empresas e à evolução dos vários modelos passíveis de serem aplicados em contexto de avaliação de empresas.

### ***2.1 Conceitos Introdutórios***

As atuais economias desenvolvem-se à escala mundial, onde a informação desempenha um importante papel e caracteriza-se pela sua rápida difusão. Avaliar uma empresa, determinar o seu valor para um conjunto de pessoas devidamente interessadas, nomeadamente os *stakeholders*, não é mais do que um complexo sistema de tratamento e recolha de informação. Esta apresenta-se com um carácter muito específico, dado que respeita a instrumentos financeiros, como demonstrações financeiras, análise de rácios e análise cuidada do balanço patrimonial.

Iniciamos esta revisão bibliográfica por demonstrar que existem modelos de avaliação que estão na base de decisões com elevada importância, sejam elas de investimento ou desinvestimento. Tomemos em atenção que também os métodos deverão ser adaptados à realidade que caracteriza a entidade empresarial a analisar, e nesse sentido, apenas se desenvolverão alguns dos métodos passíveis de serem aplicados às IPSS.

Segundo a *Ação de Formação da Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas (CTOC) (2008)*, cada processo de avaliação tem em atenção o contexto em que se insere, isto é, determina um conjunto de pressupostos acerca das circunstâncias em que se realiza a avaliação. Todavia, os métodos de avaliação a aplicar e a definição dos respetivos parâmetros de avaliação são subordinados, atendendo à especificação de cada situação. O processo de avaliação não se resume à definição e aplicação do modelo de avaliação que melhor se adequa à entidade empresarial. Um processo de avaliação transpõe-se por várias fases, mormente: a definição dos objetivos da avaliação, pois é necessário definir o tipo de “valor” que se pretende avaliar; à recolha de informação, nomeadamente à escolha de toda a informação contabilística e extra contabilística sobre a empresa e respetivo negócio; à seleção dos modelos de avaliação, em que atendendo aos objetivos definidos anteriormente, procura-se selecionar o melhor método; à estimação das variáveis e fixação dos parâmetros de avaliação, porque depois de selecionado o método a aplicar, torna-se necessário estimar as respetivas variáveis e definir os parâmetros de avaliação em termos de rendibilidade, risco, crescimento, entre outros.

### Cálculo do valor da empresa

Segundo *Copeland, Koller e Murrin (2002)* o valor de uma empresa deve ser compreendido claramente pelos seus *Chief Executive Officers (CEOs)* e administradores para que as suas competências sejam fundamentais na tomada de decisão. *Costa, Costa e Alvim (2010)* referem que existem diversas metodologias para medir o valor de uma empresa, contudo, nenhuma representa o seu valor exato, dado que os estudos são realizados com base em premissas e hipóteses comportamentais resultando num valor aproximado. No entanto, os mesmos elucidam que cada processo de avaliação possui características próprias e a qualidade de cada processo depende proporcionalmente da qualidade de dados, informações e do tempo destinado à compreensão do objeto a avaliar.

*Ehrbar (1999)* elucidava o valor como a melhor métrica de desempenho, dado ser a única que exige informação completa. Seria necessário então compreender plenamente o processo de criação de valor, sendo essencial atender a uma perspetiva de longo prazo, determinar os fluxos de caixa quer da demonstração de resultados quer do balanço patrimonial, e saber como comparar os fluxos de diferentes períodos, com atenção aos riscos inerentes. *Damodaran (1997)* alude que a dificuldade na avaliação não é a de que não existem modelos suficientes para avaliar um investimento/empresa, mas a de que existem demasiados modelos. O modelo congruente com determinado cenário característico depende de um conjunto vasto de características do investimento ou ativo da empresa alvo de avaliação.

Qualquer parâmetro introduzido depende em grande medida da perceção do analista, o que de certo modo esclarece o lugar da incerteza no resultado final do processo de avaliação. Em suma, não é realista a expectativa de obtenção de precisão num processo de avaliação de uma empresa, uma vez que não é possível eliminar pela totalidade o “erro” na previsão, o que também nos chama à atenção para o caráter de subjetividade inerente no processo de avaliação (*Damodaran, 1997; Reis e Augusto, 2013; Fernandez, 2013b*).

A fase final do processo de avaliação será a elaboração do Relatório de Avaliação, sendo que em Portugal não existe nenhum modelo particular, optando a grande maioria dos avaliadores seguir as linhas da *American Society of Appraisers (ASA)*. *Neves (2002)*, e atendendo às normas da ASA, indica que no Relatório Final devem constar as seguintes informações:

- a) Definição do serviço de avaliação;

- b) Objeto de avaliação – onde se inclui a identificação da empresa e a sua forma jurídica;
- c) Identificação do avaliador e a sua relação com a empresa;
- d) Propósito da avaliação;
- e) Data da Avaliação;
- f) Descrição do Negócio – este ponto pretende expor desde a história da entidade até aos seus mais próprios elementos contabilísticos como Balanço Patrimonial, Rácios e Resultados. Também deverá ser referido os principais ativos e enumerados os órgãos de gestão;
- g) Análise e Planeamento Financeiro – deverão ser indicados ajustes e correções entendidos como necessários;
- h) Metodologia de Avaliação – indicação do método a utilizar e a devida justificação;
- i) Conclusão;
- j) Certidão do Avaliador;
- k) Declaração de Condicionantes e Limitações – que é de extrema importância por forma a garantir a independência do avaliador, credibilidade das fontes de informação utilizadas e a qualidade dos dados.

## 2.2 Modelos de Avaliação de Empresas

Conforme explicitado por *Damodaran (2005)* existem basicamente três abordagens para a avaliação: a) Avaliação por Fluxos de Caixa Descontados<sup>2</sup>, b) Avaliação Relativa<sup>3</sup> e c) Avaliação de direitos contingentes<sup>4</sup>. Já *Miller (1995, p.263)* divide os métodos de avaliação de empresas em três grupos básicos: Abordagem de Custo, Abordagem de Mercado e Abordagem de Resultados. Também *Hitchner (2003, p.661)* enunciou três abordagens básicas no que concerne aos modelos de avaliação, mormente: a) com base nos ativos, património, b) com base no rendimento e c) com base no mercado. Segundo o mesmo, estas abordagens incluem métodos que poderão vir a ser aplicáveis numa avaliação rigorosa. Mais recentemente, *Fernandez (2013b)* apresenta no seu trabalho 10 maneiras diferentes e 9 teorias de avaliação de empresas por desconto de cash flows.

---

<sup>2</sup> Avaliação por fluxos de Caixa Descontados – relaciona o valor de um ativo com o valor atual dos fluxos de caixa de benefícios futuros esperados relativos àquele ativo.

<sup>3</sup> Avaliação Relativa – estima o valor de um ativo enfocando a determinação do preço de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa ou vendas.

<sup>4</sup> Avaliação de Direitos Contingentes – utiliza modelos de avaliação com base no preço/cotação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções.

Os métodos de avaliação que compõem cada uma destas abordagens destacam-se como os preferenciais no que respeita aos modelos de avaliação. De forma elucidativa e sucinta, na Avaliação com Base no Mercado englobamos o Modelo de base: o Modelo de Gordon; O *Price Earnings Ratio (PER)*; *Price Book Value (PBV)* e *Price Sales Ratio (PS)*; Na avaliação com Base no Rendimento atenta-se ao Método dos Dividendos Atualizados e ao Método dos Fluxos de Caixa Atualizados. Por último, a Avaliação com Base no Património considera o Valor Nominal e o Valor Substancial<sup>5</sup>.

A evidência (*Wright e Robbie, 1996*) mostra que, a fim de resolver eventuais problemas de seleção adversa, os investidores de risco usam uma ampla gama de informações não-contábeis, contabilísticas e técnicas relativas aos fatores específicos relativos a um determinado investimento, sendo que todas são igualmente importantes. Já as diferenças significativas surgem nas abordagens de avaliação e na utilização da informação contabilística para fins de avaliação.

Este projeto, como anteriormente foi referido, reflete sobre a sustentabilidade financeira de uma IPSS, o que implica um olhar muito característico aquando de uma avaliação. Nesse sentido e refletindo todo um conjunto de especificidades destas organizações empresariais apenas iremos implementar alguns métodos de avaliação de empresas como o *EVA*, o *MVA*, o *CVA*<sup>6</sup> e os métodos baseados no Rendimento. Esta escolha não foi aleatória, mas sim justificada pelos dados económicos e financeiros que estas empresas catalogadas como IPSS transmitem e conseguem identificar nas suas atividades. Todavia, descrevem-se outros métodos de avaliação passíveis de serem utilizados na generalidade das empresas a título elucidativo, tais como o *PER*, *PBV* e *PS*, mas como se fundamentam em valores de mercado não irão ser aplicados aos casos de estudos. Convém referir que os dados necessários para realizar este trabalho foram recolhidos diretamente junto das instituições alvo dos casos de estudo, pois dado tratarem-se de dados financeiros as mesmas não disponibilizam os relatórios financeiros elaborados publicamente<sup>7</sup>.

### 2.2.1 Avaliação com base no Mercado

*Santos (2010, p.13)* refere que “a ótica de mercado baseia-se sobretudo em rácios, sendo que os mesmos podem ser calculados a partir da cotação bolsista das ações da

---

<sup>5</sup> Os conceitos de Valor Nominal e Valor Substancial serão definidos num capítulo posterior.

<sup>6</sup> *EVA – Economic Value Added*; *MVA – Market Value Added* e *CVA – Cash Value Added*.

<sup>7</sup> Agradecemos a gentileza das mesmas, nomeadamente aos responsáveis por estas, que nos disponibilizaram as informações necessárias para realizar o presente projeto.

empresa ou podem ser retirados das demonstrações financeiras da mesma". Neste sentido *Brandão (2001)* menciona que os modelos de comparação com o mercado baseiam-se na multiplicação de uma grandeza ligada à exploração ou à situação patrimonial da empresa por um coeficiente correspondente a um rácio encontrado no mercado de ações para outras empresas cotadas (normalmente com características semelhantes) e que relaciona o valor de mercado das empresas com a mesma grandeza ligada à exploração ou situação patrimonial da empresa. Assim, nesta abordagem os modelos explorados são os que seguidamente se apresentam de forma sucinta.

#### **2.2.1.1 Price to Earnings Ratio (PER)**

O PER obtém-se através do rácio entre o preço de cotação de uma ação e o valor do resultado por ação, que corresponde ao inverso do rácio *Return-on-Equity (ROE)* se usados valores de mercado, ou em alternativa à rendibilidade dos capitais próprios ( $RCP = RL/CP$ , em que  $RL$  = Resultados Líquidos e  $CP$  = Capitais Próprios) se usados na análise os valores contabilísticos. Assim, enquanto o "PER reflete o potencial de crescimento apercebido pelo mercado bolsista, o nível de risco envolvido no negócio e a política de dividendos" (*Saias et al., 1998, p. 553*), a RCP, fazendo parte dos rácios de rentabilidade financeira, usados para proceder à avaliação económico-financeira de empresas, constitui o indicador de rentabilidade mais utilizado pelos analistas financeiros. Este rácio permite aferir a capacidade da empresa em remunerar os seus acionistas/sócios, permitindo aos mesmos aferir sobre o potencial de crescimento apercebido pelo mercado. A Rendibilidade Financeira (Return on Equity - ROE) ou Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP) mede a eficácia com que as empresas utilizam os capitais pertencentes aos sócios/acionistas e o valor obtido representa o equivalente à taxa máxima de remuneração obtida pelos Capitais Próprios aplicados. A RCP tem em consideração quer o resultado económico obtido em todas as atividades desenvolvidas, quer o montante global dos capitais utilizados e respetiva origem (Capitais Próprios versus Capitais Alheios). Assim um valor de  $RCP = x\%$  significa que o total do Capital Próprio investido pelos sócios/acionistas obteve uma remuneração máxima de  $x\%$  por via dos Resultados Líquidos apurados. Quanto mais elevado for o valor da RCP, tanto mais atraente será a empresa para os investidores e tanto maior a sua capacidade para se auto financiar. Contudo, um valor elevado pode resultar de Capitais Próprios insuficientes.

Segundo *Fernandez (2013a)* o PER depende de inúmeros fatores, alguns dos quais intrínsecos à empresa, tais como: o crescimento dos seus investimentos e o seu nível de risco. Outros estão fora do controlo da mesma como a variação das taxas de juro.

Segundo *Saias et al. (1998, p.553)* este rácio reflete o potencial de crescimento apercebido pelo mercado bolsista, o nível de risco envolvido no negócio e a política de dividendos.

As entidades como as IPSS pertencem ao grupo das empresas não cotadas, cujos valores mobiliários não são negociados em bolsa de valores públicos. Assim, a avaliação destas entidades requer a abordagem da teoria alternativa de *Markowitz*<sup>8</sup> ou SIM (*Single Index Model*) quando as variáveis usadas na análise são os fundamentos de contabilidade das empresas (*Tóth et al., 2014*). Esta abordagem alternativa foi aplicada em estudos anteriores, como o uso de retornos brutos e líquidos (*Gempesaw et al., 1988*), os retornos das ações para empresas agrícolas, também elas não cotadas (*Baginski e Wahlen, 2003*), rácios *book-to-market* (*Fama e French, 1995*) ou variabilidade dos *cash-flows* (*Campbell, Polk e Vuolteenaho, 2008; Cohen et al., 2009; Da, 2009*). Todavia, os dados obtidos para desenvolver o presente estudo não eram em número suficiente que nos permitisse aplicar a mesma metodologia.

Se as empresas estiverem cotadas na bolsa, os valores de mercado constituem-se como indicadores que funcionam como variáveis explicativas do mesmo. Caso não estejam cotadas na bolsa, como é o caso específico das IPSS, o valor de mercado pode ser calculado com base em variáveis contabilísticas e estimadas ou, através do modelo Multiplicativo, onde se considera as variáveis contabilísticas da empresa e os indicadores do mercado ou multiplicadores que respeitam a empresas concorrentes ou que apresentam características e níveis de risco semelhantes. Todavia, atendendo à especificidade do mercado de capitais português, não se encontra nenhuma empresa

---

<sup>8</sup> Teoria financeira para a determinação do valor de equilíbrio das ações no mercado financeiro no espaço média-variância através da constituição de carteiras de investimento, analisando o contributo do risco do ativo para o risco sistemático ou de mercado. O modelo de Markowitz é anterior ao modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) que assenta na premissa de que os mercados são eficientes, que a relação entre risco e rentabilidade é estável no tempo e que o investidor é avesso ao risco e, deste modo, exige para maiores níveis de risco maiores taxas de rentabilidade. Além disso, o risco total decompõe-se em dois tipos de risco: Risco de Mercado ou sistemático (afeta todos por igual; não controlado; este tipo de risco não pode ser eliminado.); Risco Específico ou não sistemático (específico à empresa) e este tipo de risco pode ser minimizado através da diversificação.

cotada que se assemelhe a uma IPSS, dentro das condições exigidas, o que inviabiliza a aplicação desta metodologia.

### **2.2.1.2 Price Book Value (PBV)**

O *Price Book Value* ou Preço Valor Contabilístico obtém-se pelo rácio entre a Cotação atual e o Valor Contabilístico dos Capitais Próprios por Ação. Segundo *Pinho e Soares (2008)*, o valor contabilístico reflete o valor histórico ou custo original de um ativo, enquanto o valor de mercado reflete a sua capacidade de criação de *cash-flows*.

Quando o PBV for superior a um, o valor da ação é superior àquilo que nela foi investido. De forma análoga, quando o PBV for inferior a um, a ação vale menos do que o que nela foi investido e quando o PBV for igual a um, o valor da ação é igual ao valor que os acionistas investiram.

Dada a necessidade do preço de cotação das ações para a aplicabilidade desta metodologia, e uma vez que nas IPSS não há lugar à emissão de ações por se tratar de empresas não cotadas em bolsa, esta metodologia também não será desenvolvida nem aplicada.

### **2.2.1.3 Price Sales Ratio (PS)**

O *Price Sales Ratio* ou Rácio Preço-Vendas calcula-se diretamente pela aplicação da fórmula, que resulta do coeficiente entre a cotação atual e as vendas por ação.

Segundo *Pinho e Soares (2008)*, o PS apresenta como vantagens o facto de poder ser utilizado mesmo com resultados negativos, apresenta menor volatilidade do que outros rácios e poder servir para visualizar alterações nas políticas de preços e outras decisões estratégicas. Limitações como o facto de não refletir a capacidade de controlo de custos e margem de lucro são-lhe apontadas. Ainda segundo os mesmos autores, o índice em questão é uma função crescente da rentabilidade das vendas, da taxa de crescimento e da taxa de distribuição de dividendos, sendo, por outro lado, uma função decrescente do risco da empresa.

Segundo *Damodaran (2002)*, este indicador pode ser utilizado com o intuito de valorizar o efeito produzido por uma marca no valor da empresa, comparando com os indicadores de mercado de duas empresas semelhantes de marcas distintas, ou simplesmente comparando o indicador de uma empresa com marca com o indicador de uma empresa do mesmo setor mas sem qualquer marca associada.

O rácio equivalente em termos contabilísticos corresponderia ao rácio de rentabilidade, Rentabilidade das Vendas (RV) que serve para analisar a relação entre os resultados

líquidos e as vendas e o seu cálculo é efetuado a partir da expressão  $RV = \frac{RL}{V}$ , onde RL

= Resultados Líquidos e V = Vendas + Prestação de Serviços. Esta é a versão mais vulgarizada, existindo outra forma para calcular este rácio, que não recorre ao lucro líquido mas ao *cash-flow* tradicional que será definido mais à frente.

Dado a especificidade das IPSS como anteriormente foi apresentado, também esta metodologia não será aplicada<sup>9</sup>. Não se realizará a análise com base na metodologia equivalente uma vez que aplicaremos outros métodos de análise mais apropriados às empresas em análise, seguidamente apresentados.

### 2.2.2 Avaliação com base no Rendimento

Conforme *Amaral (2009, p. 7-12)* confirmou, a abordagem de Resultados ou com base no Rendimento baseia-se no princípio de que o valor de um ativo é igual ao valor atual líquido dos benefícios económicos (resultados) futuros concebidos pelo ativo. Esta análise avalia um ativo com base na sua capacidade de criar resultados.

*Muller e Teló (2003, p.97-112)* também confirmam a mesma ideia, quando afirmam que estes modelos são baseados na demonstração dos resultados (DR) do exercício da empresa. Mais enunciam que estes modelos permitem determinar o valor da empresa pela análise do volume de lucros, vendas e outros indicadores de resultados.

*Hitchner (2003)* define a abordagem com base nos rendimentos de forma semelhante. Apresenta-a como um conjunto de indicadores que permitem determinar um valor para uma prática profissional através da conversão de benefícios económicos futuros esperados, tais como os fluxos de caixa, para um valor atual, através da utilização de uma taxa de desconto ou actualização apropriada.

Deste modo, e atendendo à semelhança apresentada, pode-se sintetizar que os modelos de avaliação com base no Rendimento exprimem que o valor de uma empresa resulta da atualização dos seus rendimentos futuros. *Ferreira (2002)* afirmava que estes modelos eram muito mais absolutos quando comparados com os das demais abordagens, uma vez que compreendem o risco económico e financeiro, o fator de atualização de fluxos em relação ao tempo, os investimentos futuros, a política de dividendos, a gestão do fundo de maneio e a eliminação dos efeitos do uso de critérios contabilísticos alternativos, dado que diligenciam o uso dos *Cash-Flows*, em detrimento dos RL.

---

<sup>9</sup> Aplicar métodos de avaliação com base no mercado a empresas não cotadas não é o procedimento mais correto (*Damodaran, 2002; Fernandez, 2013b*).



Os indicadores que compõem esta abordagem são o método de atualização dos dividendos e o método dos fluxos de caixa atualizados, sendo que este último se decompõe no método dos capitais próprios, no método da entidade – pelo custo médio do Capital e pelo Valor Atual Líquido Ajustado (VALA).

### **2.2.2.1 Método dos Dividendos Atualizados – Política de Dividendos**

O valor da empresa ou das ações da empresa corresponde ao valor atual dos dividendos esperados (D), atualizados à taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas, nomeadamente ao custo de capital próprio ( $r_e$ ).

Este método tem por base o ganho de dois retornos que o investidor espera vir a obter, sendo eles os dividendos durante o período como detentores do capital e as mais-valias, obtidas através de um preço de venda superior ao preço de aquisição.

Todavia, o preço de venda das ações calculado no final do período é calculado com base nas expectativas quanto aos dividendos futuros a partir dessa data, atualizados segundo uma renda perpétua de crescimento constante.

Neves (2002) sugere como versões para calcular o valor da empresa pela ótica dos dividendos nestas circunstâncias o Modelo Geral, o Modelo de Malkiel, o Modelo de Gordon e o Modelo H. Nos casos de estudos, o método dos dividendos atualizados não poderá ser aplicado dado que as IPSS não são cotadas em bolsa, logo não conseguimos obter o preço de fecho e os dividendos por ação.

Segundo Neves (2002) com os modelos de Malkiel e H evita-se estimar os dividendos ano a ano até ao infinito. Estes são apenas exequíveis se as taxas de crescimento forem inferiores à respetiva taxa de custo do capital do período em análise. Todavia, nestes modelos assumem-se pressupostos muito fortes como um crescimento constante de um momento T (fase da maturidade) em diante, nem sempre verificável atendendo à realidade das empresas, sendo o período a determinar por si só subjectivo (Fernandez, 2010; Reis e Augusto, 2013).

No quotidiano, pode verificar-se que nos primeiros anos o crescimento supranormal conduza a taxas de crescimento superiores ao custo do capital. Logo o mais viável será basear a avaliação num modelo geral de avaliação dos dividendos para esse período de análise, combinando-o com o Modelo de Gordon, Malkiel ou H com o intuito de estimar o valor futuro de venda da ação num ano futuro que poderá ser designado por T. Outra hipótese será utilizar os restantes Modelos com o intuito de estimar o valor residual da ação na data T (Reis e Augusto, 2013).

### 2.2.2.2 Método dos Fluxos de Caixa Atualizados

Atualmente a tendência é considerar que uma empresa vale pela expectativa de conceber fluxos de caixa no futuro, sendo estes atualizados ao custo de capital ajustado ao risco. Os modelos baseados no lucro obtido têm como inconveniente o facto de não considerarem as necessidades de investimento para sustentar o nível de lucros então apresentado. Esses critérios de avaliação apenas deveriam ser considerados caso não tivessem implicações sobre os fluxos de caixa concebidos quer na ótica empresarial quer na ótica dos acionistas.

Como modelo genérico, *Neves (2002)* apresenta o Valor Atual Líquido (VAL), que sucintamente respeita ao valor atual dos fluxos de caixa futuros, onde se reconhece normalmente como fluxo de caixa respeitante ao ano zero, o valor total do investimento.

$$VAL = -I_0 + \sum \frac{FC_i}{(1 + r_i)^i} \geq 0 \quad (1)$$

Onde  $I_0$  corresponde ao Investimento no Período Inicial,  $FC_i$  ao Fluxo de Caixa no período  $i$ ,  $r_i$  ao Custo de Capital ou exigência de rendibilidade para o período  $i$ , e  $i$  ao número de períodos (normalmente, número de anos).

No caso de o VAL ser positivo, pode-se concluir que o projeto de investimento cria valor para o investidor. Em oposição (VAL negativo), significa que o valor dos fluxos futuros é inferior ao investimento inicial a realizar, logo o investimento torna-se não passível de implementação.

Na avaliação de empresas, o procedimento é semelhante, apenas se altera a incógnita para a qual se pretende determinar o valor máximo, ou seja, o VAL é substituído pelo Valor Atual do Investimento, traduzindo dessa forma, o valor máximo que se pretende pagar pela aquisição da empresa, de modo a que o investimento nos permita obter um VAL Positivo.

$$I_0 \leq \sum \frac{FC_i}{(1 + r_i)^i} \quad (2)$$

No sentido de evitar a estimativa do valor dos fluxos de caixa anuais para além do imaginável a nível empresarial, considera-se para o cálculo um horizonte temporal até um período  $T$ , a partir do qual se considera a evolução da empresa em cruzeiro, onde os níveis de concorrência estão normalizados (a designada fase de maturidade da

empresa). Posteriormente, para esse período T calcula-se então o Valor Residual  $VR_T$  obtendo-se por soma dos valores de fluxos de caixa atualizados com esse mesmo valor residual o valor actual da empresa.

$$V_0 = \sum \frac{FC_i}{(1+r_i)^i} + \frac{VR_T}{(1+r_i)^T} \quad (3)$$

Sendo  $VR_T = \frac{FC_T}{r_T - g}$ , onde  $FC_T$  corresponde ao valor do fluxo de caixa obtido para a fase

de maturidade,  $r_T$  a taxa de atualização apropriada para essa mesma fase e atendendo ao nível de risco da empresa/investimento e  $g$  a taxa de crescimento esperada para os fluxos de caixa do ano T, cruzeiro, em diante.

Segundo *Reis e Augusto (2013)* existe uma multiplicidade de fatores que influenciam o valor terminal ou residual ou de continuidade de uma empresa e que devem ser considerados nos modelos de avaliação correntes, pois normalmente neste valor residual não se consideram possibilidades de incumprimento e bancarrota e simplesmente se assume uma data infinita, e não uma previsão correta do possível limite de tempo para essa mesma continuidade. Os autores sugerem que o valor terminal não deveria de considerar um tempo infinito, pois também ele tem um final.

Como anteriormente analisámos, na ótica dos resultados supranormais existem duas perspectivas de avaliação, algo que se verifica também na ótica de avaliação pelos fluxos de caixa, nomeadamente: a perspectiva da entidade ou dos capitais totais investidos e a perspectiva dos capitais próprios. Respetivamente, quando se falar na ótica dos capitais totais, abordar-se-á a questão com respeito ao valor total da empresa; quando nos referirmos à segunda perspectiva, dado ser um conjunto mais restrito, falaremos em valor dos capitais próprios. Assim, os métodos de avaliação pelos fluxos de caixa agrupam-se em três categorias: Métodos dos Capitais Próprios, Método do Custo Médio e Método do Valor Atual Líquido Ajustado.

#### **2.2.2.2.1 Método dos Capitais Próprios**

A teoria financeira indica que um fluxo de caixa deve ser atualizado à taxa de custo de capital ajustada ao risco. Segundo *Neves (2002)*, o fluxo de caixa livre respeita aos valores disponíveis para os acionistas, o que significa que o custo de capital próprio ( $r_e$ ) é a taxa de atualização apropriada neste método. Deste modo, este método transmite que

o valor da empresa respeita ao valor do fluxo de caixa livre (*Free Cash Flow to Equity* – FCFE), atualizado à taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas.

Para uma informação mais completa, será necessário atender ao facto de que os FCFE<sup>10</sup> representam os *Cash Flows* Residuais posteriormente ao cumprimento das obrigações financeiras e necessidades de investimento, ou seja, representam os “potenciais dividendos” a serem distribuídos.

*Damodaran (2002)* enuncia cinco fatores que justificam o facto de nas entidades empresariais o valor dos dividendos ser diferente do valor dos FCFE, mormente:

1. Procura de Estabilidade – as empresas procuram não alterar o valor dos dividendos, sendo este montante normalmente inferior ao valor dos FCFE.
2. Necessidades de Investimentos Futuros – o facto de a empresa preferir não distribuir dividendos pode ser justificado pela necessidade futura de realizar novos investimentos.
3. Gestão de Expectativas – A distribuição de dividendos transmite uma boa imagem da entidade, constituindo-se como um sinal de boas perspetivas futuras.
4. Fatores Fiscais – Dependendo da tributação fiscal, poderá ser benéfico para os investidores receber uma menor receita de dividendos, compensada pelo aumento do valor da empresa através do reinvestimento dos lucros não distribuídos.
5. Interesses dos Gestores – a percentagem de distribuição dos dividendos é decidida na entidade empresarial, e muitas vezes fica à consignação de gestores de topo. Poderá ser benéfico para estes definir uma percentagem de distribuição mais baixa, o que lhes permite aumentar os capitais próprios da empresa, sendo que são estes que suportam os novos investimentos.

À semelhança de modelos anteriormente estudados, se a empresa se encontrar numa Fase de Maturidade, a versão do modelo deve basear-se numa renda perpétua e com taxa de crescimento constante, pelo que:

---

<sup>10</sup>

$$FCFE = \text{Resultado Líquido} + \text{Amortizações e Provisões (Im paridades)} - \text{Investimento em Ativos Fixos} - \text{Variação das Necessidades Fundo Maneio} + \text{Variação do Endividamento Líquido}$$

$$V = \frac{FCFE_n}{(r_{en} - g_n)} \quad (4)$$

Com  $V$  a representar o valor da empresa atualizado considerando apenas a fase de maturidade,  $r_{en}$  a representar o custo dos capitais próprios na fase de maturidade ( $T = n$ ) e  $g_n$  a taxa de crescimento dos FCFE. Quanto aos FCFE, uma empresa considera-se estável caso a taxa de crescimento utilizada não seja substancialmente diferente da taxa de crescimento da economia no longo prazo. Desta forma o risco da empresa é muito análogo ao risco médio do setor.

Caso a empresa se encontre na Fase de Crescimento, é necessário considerar duas fases de crescimento, uma caracterizada por um crescimento supranormal – Fase de Crescimento, seguida pela Fase da Maturidade que ostenta um crescimento moderado.

$$V_o = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_{en} - g_n)} \times (1 + r_e)^{-n} \quad (5)$$

Neves (2002) considera o cálculo da taxa de crescimento sustentável de acordo com a fórmula:  $g_n = RCP \times b$ , onde, RCP – Rentabilidade dos Capitais Próprios e  $b$  - Taxa de Retenção dos Resultados.

Sendo este modelo caracterizado por duas fases de crescimento é necessário transmitir que é normal verificar-se um elevado valor de investimentos em ativos fixos e em fundo de maneo. Na fase de maturidade a entidade não necessita de reter elevados resultados, uma vez que o risco diminui a cada passo que esta se torna mais estável, permitindo assim distribuir um volume de dividendos superiores. Isto porque, as oportunidades de crescimento futuro existentes, por investimentos adicionais em novos projetos, reduzem-se.

#### **2.2.2.2.2 Método da Entidade**

Na perspetiva da entidade, o valor da empresa é obtido pela ótica dos capitais totais. Para calcular o valor para os sócios ou acionistas, será necessário deduzir ao valor total dos ativos em continuidade o montante das dívidas que esta tem no momento em que é avaliada. Para além do facto de neste método nos referirmos a capitais totais, acresce que a avaliação da empresa como entidade pode ser feita segundo dois métodos distintos, mormente: método do custo médio e o método do Valor Atual Líquido Ajustado (VALA), apresentado desde há muito por *Brealey e Myers (2000)*.

#### 2.2.2.2.1 Pelo Custo Médio de Capital

Segundo *Neves (2002, p.236)* as variáveis utilizadas neste método, são os fluxos de Caixa Operacionais (FCO) e o Custo Médio de Capital ( $r_m$ ). O modelo popularizado por *Rappaport* (citado por *Neves, 2002*) afirma que o valor da empresa ou das ações da empresa, corresponde ao valor atual dos fluxos de caixa da empresa, também designados por fluxo de caixa operacional (FCO) - *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), atualizados ao custo médio ponderado do capital.

Os FCFF exibem os *Cash-Flows Residuais* após cobertas as necessidades de investimento, independentemente da forma de financiamento, mormente (*Vieito e Maquieira, 2010*):

$$\text{FCFF} = \text{Resultado Operacional Líquido de Impostos (EBIT após impostos)} + \text{Amortizações e Provisões do Exercício} - \text{Investimentos em Ativos Fixos} - \text{Variação das Necessidades de Fundo Maneio} \quad (6)$$

Caso, apenas nos seja facultado o Resultado Líquido, para obtermos o FCFF utilizamos a seguinte fórmula (*Neves, 2002; Vieito e Maquieira, 2010*):

$$\text{FCFF} = \text{Resultados Líquidos} + \text{Custos Financeiros Líquidos de Impostos} + \text{Amortizações e Provisões do Exercício} - \text{Investimentos em Ativos Fixos} - \text{Variação das Necessidades de Fundo Maneio} \quad (7)$$

À semelhança dos vários modelos apresentados, o cálculo do valor da empresa deve ser efetuado de acordo com uma renda perpétua de crescimento moderado e constante (Fase de Maturidade) ou segundo duas rendas (Fase de Crescimento + Fase de Maturidade): uma de termo certo – crescimento supranormal e outra de renda perpétua – crescimento constante.

De seguida serão expostas as versões de cálculo consoante as mais diversas fases em que se encontra a empresa. Para se determinar o valor da empresa na Fase da Maturidade, a fórmula de cálculo deverá ser:

$$V = \frac{FCFF_n}{WACC_n - g_n} \quad (8)$$

Se a empresa se encontrar na Fase de Crescimento, a versão para o cálculo do valor da empresa no momento presente (0) é composta como de seguida se apresenta:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \left( \frac{FCFF_{n+1}}{WACC_n - g_n} \right) \times (1+WACC_t)^{-n} \quad (9)$$

Sendo V o valor atual da empresa atendendo simplesmente à fase de maturidade,  $V_0$  o valor da empresa no momento presente 0,  $FCFF_t$  o valor dos fluxos de caixa livres para a empresa como um todo (considerando o valor de investimento por capitais próprios e por capitais alheios no seu conjunto),  $WACC_t$  o custo médio do capital para o período t,  $WACC_n$  o custo médio do capital na fase da maturidade e  $g_n$  a taxa de crescimento na fase de maturidade aplicada aos FCFF. *Neves (2002)* considera o cálculo da taxa de crescimento sustentável no caso dos FCFF de acordo com a fórmula:  $g_n = REA \times b$ , onde, REA – Rentabilidade Económica do Ativo e b - Taxa de Retenção dos Resultados. *Neves (2002, p.237)* afirma que, dada a ótica global de avaliação inerente a este modelo, o valor dos ativos não afetos à exploração devem ser incorporados para o cálculo do valor da empresa. Estes respeitam por exemplo a prédios para rendimento, aplicações de tesouraria e de investimento.

O mesmo autor indica que este método é o mais aconselhado na avaliação de empresas cujas previsões indiquem uma estabilidade do rácio de endividamento e do custo médio de capital. Caso se verifiquem alterações significativas na estrutura dos capitais ou nas condições do mercado financeiro, isso afeta alterações no custo médio, o que implica que o analista deveria recorrer a outro método, ou, em alternativa, estimar o custo médio do capital, ano a ano, ao longo da análise.

Uma das lacunas técnicas deste modelo é o facto de que segundo a teoria financeira, o custo médio de capital deve calcular-se tendo por base o valor de mercado dos capitais próprios. Ora, sendo o objetivo da avaliação obter o valor de mercado dos capitais próprios, verifica-se aqui um problema circular. Habitualmente os analistas, segundo *Neves (2002)*, ignoram este facto e recorrem a valores contabilísticos dos capitais para procederem ao cálculo do custo médio do capital. Esta dificuldade pode ser ultrapassada por simulação ou pelo método que seguidamente será referido – método do Valor Atual Líquido Ajustado (VALA).

Para concluir, apenas é importante referir que o Modelo do Custo Médio avalia a empresa, independentemente da sua forma de financiamento, o que não significa que a estrutura financeira da empresa não influencia o valor final obtido. Os FCFF não são

influenciados pela estrutura financeira, mas o valor final é, dado que os mesmos são atualizados ao custo médio ponderado. A expressão “ponderado” respeita exatamente à ponderação da estrutura financeira (Capital Próprio e Passivo) adicionado dos respectivos custos. A poupança fiscal também está refletida no custo médio do capital.

*Damodaran (2002)* defende que o valor do Capital Próprio obtido pelo Modelo do Custo Médio, após subtração do valor de mercado ao valor da entidade, será exatamente igual ao valor obtido pelo Modelo dos Capitais Próprios, se o analista apenas tomar em consideração pressupostos consistentes ao nível do endividamento financeiro.

O custo médio de capital, atendendo à estrutura ótima de financiamento pode obter-se pela seguinte expressão:

$$WACC = r_e \times w_e + r_d \times w_d \times (1 - T) \quad (10)$$

Onde:  $r_e$  – Custo dos capitais próprios;  $w_e$  – Peso do Capital Próprio no Capital Total da Empresa;  $r_d$  – Custo (taxa) de mercado do endividamento;  $w_d$  – Peso do Capital Alheio no Capital da Empresa;  $T$  – Taxa de Imposto.

*Neves (2002)* afirma que pelo menos em teoria o valor atualizado da empresa para os acionistas é o mesmo, qualquer que seja o método utilizado. Se a aplicação às entidades não vem em consonância com esta afirmação é porque o avaliador introduziu pressupostos simplificadores diferentes em cada método ou cometeu algum erro nos cálculos. Uma das diferenças, segundo o autor, é o facto de teoricamente se dever usar os valores de mercado para cálculo do custo médio do capital. Na prática e sem haver outra alternativa possível utilizam-se os valores contabilísticos, o que ocasiona divergências nas avaliações.

Segundo *Fernandez (2010)*, a WACC não é nem um custo, nem um retorno exigido, mas sim a média ponderada de um custo e retorno exigido, sendo todavia vulgarmente utilizada como taxa de atualização nas finanças empresariais. Ele defende que existe uma relação estrita entre a WACC e o valor da taxa de imposto suportada pela empresa, sendo que o valor destas taxas a serem incluídas tem de ser com base nos valores corretos e verificados para cada ano específico.

#### 2.2.2.2.2 Pelo Valor Atual Líquido Ajustado (VALA)

*Damodaran (2002)* considera que o Valor Total da Empresa é obtido pela seguinte forma de cálculo:



$$VE_0 = \text{Valor da Empresa sem Endividamento } (V_0) + \text{Benefícios Fiscais do Endividamento } (BF_0) - \text{Custos do Endividamento } (C_0) \quad (11)$$

Neves (2002, p.242-243) considera o VALA como o melhor método que se adapta à avaliação de empresas com diversos negócios e em fase de reestruturação de ativos. Cada unidade de negócio pode ser avaliada de forma autónoma sem consideração do endividamento associado, sendo a forma de financiamento analisado de forma global para a empresa. Defende ainda que esta metodologia é a que melhor se adapta a empresas com grandes variações de endividamento, uma vez que incorpora o valor criado pela dívida e reflete a variabilidade da estrutura de capital no horizonte previsional. As IPSS na sua gestão financeira recorrem pouco a endividamento, uma vez que recebem ajudas do estado que suportam a sua liquidez. Assim sendo, é plausível a não aplicação desta metodologia às IPSS no que concerne à sua avaliação financeira, nomeadamente na avaliação dos casos de estudo apresentados na secção 4.

### 2.2.3 Outras Abordagens de Avaliação

#### 2.2.3.1 Avaliação com base no Património

Neves (2002, p.231) afirma que os modelos baseados na ótica patrimonial procuram determinar o custo de investimento realizado pela empresa ou, em alternativa, o valor de mercado ou o custo de restituição aglomerado de cada um dos elementos do ativo deduzido do passivo. De acordo com Muller e Teló (2003, p.97-112) os modelos de natureza patrimonial determinam o valor de uma empresa pela estimativa do valor dos seus ativos, patente essencialmente no balanço.

Recentemente e segundo Costa (2008), a avaliação com base na ótica patrimonial é a abordagem mais direta do valor de uma empresa, uma vez que o valor da empresa é obtido essencialmente com base nas informações englobadas no balanço.

Bastardo e Gomes (1996) reforçam uma questão fundamental no que respeita a estes indicadores que se prende com o fato de que uma empresa é valorizada atendendo à situação líquida que apresenta ou ao valor do seu capital próprio. A análise do valor contabilístico não é suficiente nem correta, dado que existe a necessidade de quantificar os valores da empresa atendendo às suas especificidades. A Contabilidade surge assim como uma técnica de registo a preços históricos e não reflete o potencial da empresa em gerar riqueza no futuro.

*Silva (1997)* apenas reforça as conclusões já apresentadas, onde afirma o balanço patrimonial apenas com um carácter histórico. Os dados históricos são apenas o ponto inicial da avaliação de uma empresa, dado que indicam os ativos da empresa e a forma de financiamento da mesma. Esta avaliação inicial carece de ajustamentos por forma a enunciar os dados da empresa de forma verídica e consistente com os demais concorrentes. Ainda que estes ajustamentos estejam condicionados pelas circunstâncias e pelos objetivos da organização, devem promover a identificação de ativos e passivos não contabilizados, através de indicadores que definem o Valor Nominal, o Valor Contabilístico e o Valor Intrínseco. O valor Substancial é também um dos indicadores que deve ser analisado.

#### **2.2.3.1.1 Valor Nominal, Contabilístico e Intrínseco**

Segundo a *Ação de Formação em “Avaliação de Empresas”, da CTOC (2005)*, o Valor Nominal respeita ao valor que comporta na escritura pública e na ata de constituição ou de aumento de capital, quer seja capital social, público, individual ou cooperativo.

O Valor Contabilístico Bruto, por sua vez, corresponde ao valor do conjunto de ativos confiados à empresa, independentemente da sua forma de financiamento. O Valor Contabilístico Líquido não é mais do que o valor dos ativos após cumprimento dos compromissos assumidos face a terceiros, por outras palavras, o valor dos Capitais Próprios, que resulta da diferença entre os Ativos e os Passivos. Esta forma de cálculo pode conduzir a valores muito afastados da realidade, pois os ativos podem estar subavaliados ou sobreavaliados. Basta pensar numa situação onde a empresa comporta uma estrutura de capitais favoráveis e uma boa rentabilidade, que conseguirá negociar um valor patrimonial mais elevado do que o real.

No sentido de contornar esta situação, surgiu a noção de Valor Intrínseco, ou Valor Contabilístico Corrigido, onde se tenta corrigir os valores contabilísticos por valores reais. Certo é que estes ajustamentos estão condicionados pelos objetivos da avaliação e pelas circunstâncias em que a mesma se desenvolve (diretivas constantes no SNC).

#### **2.2.3.1.2. Valor Substancial**

O Valor Substancial indica que o valor real da empresa está relacionado com o seu instrumento de produção. A empresa é valorizada consoante o seu potencial económico produtivo. Análoga observação é feita por *Costa (2008)* onde este afirma que os pontos fracos deste método residem no facto de que o valor dos ativos e passivos são baseados nos seus custos históricos, não tendo em linha de conta fatores como a inflação e a

obsolescência, e no facto de os seus valores de mercado poderem ser muito divergentes. Também é necessário atender a determinados ativos que não vêm refletidos no balanço como os ativos intangíveis valiosos: valor das marcas, redes de relacionamento, reputação da empresa, entre outros.

### **2.2.3.2 Avaliação pelos Lucros Supranormais Atualizados**

Na perspetiva económica tradicional, o valor de uma empresa depende do seu potencial de rendimento encarado como capacidade de gerar lucros. Nesta perspetiva tradicional, para além do valor patrimonial é necessário considerar o valor associado aos ativos intangíveis que se traduzem no aumento da capacidade de rendimento da empresa, como o caso das marcas. Todos estes aspetos intangíveis são fontes potenciais de criação de valor e desenvolvem capacidades especiais de criação de riqueza. Este intangível designa-se por *Goodwill* (Neves, 2002, p.209).

Segundo Jesus, Rocha e Viana (2001, p.2), os métodos de avaliação mais recentes, tentativas de resposta à cada vez maior importância dos ativos intangíveis, não dispensam uma base de informação sólida, o que implica o acesso a dados que vão muito além dos geralmente contidos nos Relatórios Financeiros.

#### **2.2.3.2.1 Goodwill**

As empresas precisam de identificar dos seus ativos intangíveis, aqueles que dispõem e que lhes permite acrescer valor económico. Reilly e Schweih (1999) categorizavam os ativos intangíveis nas seguintes categorias: marketing, tecnologia, artísticos, processamento de dados, engenharia, carteira de clientes, contratos, recursos humanos, localização e *Goodwill*.

Ferreira (2002, p.108) definia o *Goodwill* como o excedente do valor total da empresa sobre o valor substancial, tendo subjacente a potencialidade de ganhos que crescem ao valor do património no ato de avaliação de uma empresa. Está associado a elementos intangíveis específicos da empresa, que não são perceptíveis no balanço.

São passíveis de identificação três formas de avaliação do *Goodwill* no contexto empresarial que atualmente se patenteia, nomeadamente:

- a) Método aditivo – avalia cada elemento intangível atendendo à estimativa do investimento necessário para que uma nova empresa atingisse o mesmo nível de qualidade.
- b) Método indireto – o *Goodwill* corresponde à diferença entre o Valor de Rendimento e o Valor Substancial do ativo (tangível).

c) Método dos lucros supranormais – o *Goodwill* respeita ao excesso de resultados que é possível obter em relação aos resultados considerados normais para os capitais investidos na empresa, atualizando à taxa de atualização que reflita o risco associado ao mesmo. Este excesso de resultados é justificado pelas vantagens competitivas de que a empresa dispõe muito graças aos seus ativos intangíveis. Existe uma enorme variedade de métodos que nos permitem calcular o *Goodwill*. Dos métodos patrimoniais apenas vamos apresentar pormenorizadamente a metodologia EVA e outros seus correspondentes dado se tratarem passíveis de aplicação nos casos de estudo, posteriormente apresentados.

#### **2.2.3.2.2 Economic Value Added (EVA)**

*Neto (2003)* revela que dado o crescimento vultoso da competitividade, as empresas necessitam de investimentos, muito deles expressivos. O objetivo desses investimentos resume-se à obtenção de ganhos extraordinários quando analisados os custos de capital investido. A gestão atual das organizações está voltada para a criação de valor e não tanto para a medição do lucro ou rentabilidade, dado que o objetivo principal sobre o qual a organização se desenvolve é a maximização da riqueza dos acionistas. Assim, e baseando-se na questão da criação de riqueza, o autor demonstra a importância de indicadores como o EVA para o sucesso empresarial.

Para *Davies (1996)*, o EVA traduz um resultado que demonstra se a empresa está a ganhar algo num determinado investimento, em relação ao capital investido e aos recursos aplicados. *Barros (1997)* enunciou, de forma muito breve, que o EVA respeita ao lucro operacional líquido após deduções de impostos, deduzindo o custo de capital investido. Já para *Caetano (1998)* o EVA é uma medida de criação (ou destruição) de riqueza concentrada num determinado período. A sua base de cálculo é o lucro operacional líquido, ao qual se subtrai o capital investido pela totalidade. Caso o resultado deste indicador seja positivo, a operação em questão apresenta retorno superior ao custo de oportunidade do investimento. Segundo *Werneke e Lembeck (2000, p. 86)*, o Valor Económico Acrescentado, é um indicador que permite aos executivos, acionistas e investidores avaliar com clareza se o capital investido num determinado negócio está a ser rentável, ou se o investimento foi adequado.

Em suma, o EVA não é mais do que um resultado residual que corresponde à diferença entre os resultados operacionais previsionais líquidos de impostos e o montante de resultados considerados normais atendendo ao valor de capital investido. Por outras

palavras, corresponde ao excedente de resultados operacionais esperados relativamente aos capitais exigidos pelos acionistas e credores.

*Martins (2001, p.247)* apresenta como vantagens deste o facto de ter capacidade de consciencializar rapidamente o gestor acerca das expectativas do investidor em relação à sua atuação e à simplicidade de compreensão. Em contraste, *Ferreira (2002)* apontou algumas fraquezas do EVA: fraca correlação com o valor bolsista; tende a ser superior em negócios de maior dimensão e com resultados moderados e é geralmente baixo em períodos iniciais de investimento, enquanto geralmente elevado nos períodos de maturidade.

Concluindo, o EVA demonstrou ser um ótimo indicador, que alinha os interesses e objetivos dos gestores e dos acionistas, demonstrando em simultâneo se o investimento criou ou destruiu valor. Este indicador de avaliação de desempenho e gestão tem vindo a ganhar elevada importância para as empresas uma vez que evidencia o capital investido e os respetivos custos e rendimentos obtidos com a sua gestão.

#### **2.2.3.2.3 CVA – Cash Value Added**

Segundo *Ottosson e Weissenrieder (1996)* os acionistas nas suas decisões estratégicas enfatizam necessidades financeiras, uma vez que são estas que criam valor para a empresa. E deste modo, os investimentos devem ser analisados financeiramente na ótica do acionista. A gestão destes investimentos têm um modelo que liga o desempenho financeiro histórico e a avaliação de novos investimentos, o que permite fazer as melhores escolhas estratégicas adequadas à entidade: modelo este que deve medir os fluxos de caixa e o valor temporal do dinheiro. No artigo publicado os autores apresentam o modelo CVA como um indicador relevante, dado que os fluxos de caixa permitirão analisar o desempenho financeiro histórico e colaborar nas novas decisões estratégicas.

Segundo *Weissenrieder (1997)* o CVA é um modelo que categoriza os investimentos em duas tipologias: investimentos estratégicos e não estratégicos, sendo os estratégicos aqueles que criam novo valor para os accionistas, como por exemplo, a expansão em novos mercados ou para novos produtos. Segundo o autor, estes investimentos estratégicos integram a base de capital do modelo CVA, enquanto os investimentos não estratégicos são considerados como custos.

*Fernandes, Armada e Rodrigues (2005)* definem o CVA através da seguinte expressão:

$$CVA_t = ROLI_t + AC_t - AE_t - RU_t \times WACC_t \quad (12)$$

$$AE_t = \frac{AF_t \times WACC_t}{(1 + WACC_t)^u - 1} \quad (13)$$

em que:  $ROI_t$  corresponde ao Resultado Operacional Líquido de impostos relativo ao ano  $t$ ;  $AC_t$  às amortizações contabilísticas relativas ao ano  $t$ ;  $AE_t$  às amortizações económicas relativas ao ano  $t$  sendo o valor das mesmas calculadas segundo a equação (13);  $RU_t$  os recursos utilizados relativos ao ano  $t$ , sendo  $RU_t = Ativo_t - Ativo_{t-1}$ , ou seja, a variação do ativo entre períodos consecutivos no tempo, com  $t$  o ano respetivo;  $AF_t$  o valor dos ativos fixos relativos ao ano  $t$ ;  $u$  correspondendo ao período de vida útil dos ativos fixos; e  $WACC_t$  o *Weighted Average Cost of Capital* ou custo médio do capital relativo ao ano  $t$ .

#### **2.2.3.2.4 Valor de Mercado Acrescentado – Market Value Added (MVA)**

O Valor de Mercado Acrescentado corresponde ao valor atual dos EVA's anuais e é calculado da forma seguinte:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC_t)^t} \quad (14)$$

Se considerarmos o cálculo do Valor Atual segundo uma renda perpétua de crescimento constante e mediante uma taxa de rendibilidade (atualização) constante, ou seja, considerando para além da fase de crescimento a fase de maturidade, o MVA é calculado com base na seguinte expressão:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{WACC_n - g_n} \times (1 + WACC)^{-n} \quad (15)$$

*Muller e Teló (2003, p.111)* identificam o *Market Value Added* como um indicador que mede a criação de valor de uma empresa em relação aos recursos atribuídos ao negócio, em termos de mercado. Por outras palavras, a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido pelos acionistas. Desta forma, o MVA mede a criação de valor face aos investimentos realizados.

Neves (2002, p.214) refere que o *Market Value Added* soma-se aos capitais totais investidos (CI) para estimar o valor intrínseco desses capitais. Se se deduzir a dívida a valores atuais ( $CA_0$ ) ao valor intrínseco dos capitais totais investidos ( $CI_0 + MVA$ ), obtém-se o valor total dos Capitais Próprios:

$$V_{cp} = CI_0 + MVA - CA_0 \quad (16)$$

### 2.2.3.3 Avaliação pelas Opções Reais

Um último modelo de avaliação de empresas, o qual apenas faremos referência e não aplicação no contexto presente, é o pelas Opções Reais. *Ferreira (2002)* considera que os instrumentos de avaliação de projetos, negócios e empresas têm vindo a evoluir, mas são algumas vezes considerados como indutores em erro. Para obviar estas insuficiências, o modelo das opções constitui-se como um instrumento de avaliação e de orientação estratégica fundamental.

Este autor considera que muitas vezes é difícil de interpretar a utilização do modelo das opções e o seu valor, dado que por exemplo os investidores atendendo a este método podem preferir investir em projetos cujo valor de VAL seja negativo. Este modelo não passa exclusivamente pela atualização de fluxos financeiros, o que pode inviabilizar alguns resultados. As opções reais são suportadas pela técnica de atualização de fluxos, ajustadas ao risco envolvido, em termos de análise multi-período, no entanto incorpora a flexibilidade como uma variável chave, o que os outros métodos desconsideram.

*Neves (2002)* considera que existem opções associadas à abordagem com base em opções reais, o que permite uma maior flexibilidade e logo, uma diminuição do risco, fomentando a criação de valor acrescentado. À semelhança de *Neves (2002)* que considera uma opção real como um direito (mas não uma obrigação) de tomar uma decisão a que está associado um custo predeterminado designado por preço de exercício, direito que se mantém por um determinado período de tempo a que corresponde o direito de exercício da opção, *Pinho e Soares (2008)* definem um contrato de opção (atendendo às opções financeiras) como um contrato que confere ao seu detentor o direito, mas não a obrigação de comprar (*call option*) ou de vender (*put option*) um determinado ativo, numa dada quantidade, a um preço predeterminado e num determinado período ou numa data futura.

Os modelos mais utilizados nesta abordagem de avaliação são o Modelo Binomial, o Modelo de *Black e Scholes*, o Modelo de *Merton* e o método de Simulação de Monte Carlo.



### 3. Metodologias de Investigação: enquadramento bibliográfico

#### 3.1 Preferências e respetiva justificação

Nesta secção pretende-se justificar as opções de investigação delineadas e os instrumentos utilizados para a levar avante. A revisão de literatura relativamente aos modelos desenvolvidos para efectuar uma avaliação de empresas, permitiu um conhecimento das várias abordagens. Em todo o caso os dados financeiros disponibilizados em que se baseia a análise financeira que irá ser desenvolvida permite a aplicação de mais do que uma abordagem. Assim neste projeto irão ser desenvolvidas apenas determinados modelos atendendo à especificidade e particularidade das IPSS, empresas em análise, como anteriormente já referido.

Questões como a sustentabilidade financeira das IPSS constituem um novo paradigma de análise, sendo que a literatura em torno destas empresas se patenteia na maioria acerca da gerontologia e da educação<sup>11</sup> ou em considerações gerais sobre as IPSS como o impacto da segurança social sobre as economias (*Koenig e Myles, 2013*).

Com o projeto proposto pretende-se analisar relatórios financeiros específicos como o balanço, as demonstrações de resultados e as demonstrações por fluxos de caixa, e retirar ilações acerca dos resultados obtidos na aplicação das metodologias estudadas. No entanto, apenas duas empresas serão identificadas, sendo que a outra IPSS analisada solicitou manter o anonimato. Em todo o caso, os dados recolhidos no que concerne aos relatórios financeiros não serão disponibilizados por questões de confidencialidade, e por pedido das mesmas.

A opção foi apresentar estudos de caso dado ser a estratégia de investigação aconselhada quando o problema em análise não se distingue de forma concisa do contexto onde se insere, ou seja, a sustentabilidade financeira não é independente da instituição que analisamos, dos seus procedimentos, dos seus valores. Segundo *Patton (2002)* os métodos qualitativos, baseados nas entrevistas, na observação ou na análise documental permitem ao investigador compreender com melhor clareza os prodígios.

Após o término deste relatório de projeto pretende-se dar maior ênfase ao estudo da sustentabilidade financeira das Instituições Particulares de Solidariedade Social e abrir caminho para novos estudos e desenvolvimento de novas metodologias de avaliação

---

<sup>11</sup> Não nos foi possível detetar na literatura bibliografia em termos de avaliação de empresas que se aplicasse especificamente às IPSS. O máximo que conseguimos foi relativamente à avaliação de empresas não cotadas em bolsa.

mais específicas para estas organizações, dado que as mesmas não podem apresentar lucros<sup>12</sup>, não distribuem dividendos e as suas receitas serem baseadas nos apoios do Estado e nas mensalidades dos clientes.

A análise de sustentabilidade financeira das três IPSS aqui exploradas desenvolveu-se de acordo com e os métodos de avaliação com base no mercado: FCFF e FCFE, e nos modelos patrimoniais: EVA, MVA e CVA.

Salienta-se antes de qualquer resultado ser apresentado que nos casos de estudo a taxa de imposto sobre o rendimento (IRC) é nula, visto tratarem-se de Instituições Particulares de Solidariedade Social. Esta ressalva poderá ser atestada pela análise de questões legais<sup>13</sup> e pela simples análise aos relatórios financeiros disponibilizados, dado verificar-se que o resultado antes de imposto é sempre igual ao resultado líquido do exercício (que por sua vez é o mesmo que o resultado após impostos).

Segundo *Damodaran (2005)*, *Neves (2002)* e *Vieito e Maquieira (2010)*, o valor da empresa é obtido pela atualização dos FCFF usando para o efeito o custo médio ponderado de capital. Assim torna-se necessário evidenciar a fórmula de cálculo dos FCFF, especificando de que forma se procedeu ao cálculo dos mesmos para a apresentação dos resultados da secção 4:

$$\text{FCFF} = \text{Resultado Operacional Líquido de Impostos (EBIT após impostos)} + \text{Amortizações e Provisões do Exercício (imparidades)} - \text{Investimentos em Ativos Fixos}^{14} - \text{Variação das Necessidades de Fundo Maneio}^{15} \quad (17)$$

Como podemos verificar, esta metodologia pode ser aplicada a qualquer entidade empresarial desde que os elementos financeiros e a informação necessária nos sejam disponibilizados, e neste projeto específico foi passível de aplicação, uma vez que nos

---

<sup>12</sup> Quando conseguem obter resultados positivos, os mesmos são reinvestidos nos anos subsequentes em prol da instituição.

<sup>13</sup> Artigo 10º do Código do IRC – Imposto sobre o rendimento de pessoas colectivas (Pessoas coletivas de utilidade pública e de solidariedade social).

<https://sites.google.com/a/pttax.net/irc/05-circ/isencoes/artigo-010>

<sup>14</sup> Investimento em Ativos Fixos = Investimento em Ativos Fixos<sub>t</sub> – Investimento em Ativos Fixos<sub>(t-1)</sub>

<sup>15</sup> Variação das Necessidades de Fundo Maneio = NFM<sub>t</sub> – NFM<sub>(t-1)</sub>

NFM = E<sub>i</sub> + clientes + saldos estado + adiantamentos a fornecedores – (dívidas a fornecedores + saldos do estado + adiantamento a clientes + acréscimos e diferimentos)

relatórios disponibilizados pelas IPSS conseguimos obter todas as variáveis necessárias ao cálculo dos FCFF. Em memorando apenas será apresentado uma decomposição de algumas variáveis, com o intuito de esclarecer os resultados então apresentados.

Optou-se pela formalização de cálculo dos valores de FCFF para cada momento  $t$  no tempo apresentada na equação (17) por ser um modo muito utilizado pela literatura existente, aquando do cálculo do valor de uma empresa pelo método do rendimento ou dos fluxos de caixa atualizados, pelo custo do capital total (Neves, 2002; Vieito e Maquieira, 2010; Dastgir, Khodadadi e Ghayed, 2010; Mesquita, 2013; Fernandez, 2013b; Paramitha, Hartoyo e Maulana, 2014; Kaviani, Batebi e Shahmanosuri, 2014), embora em contextos e realidades distintas relativamente à atividade desenvolvida pelas empresas objeto de análise.

À semelhança das outras metodologias, também na ótica de análise dos FCFF para calcular o valor da empresa será necessário atualizar os resultados obtidos, seguindo um raciocínio análogo às atualizações desenvolvidas para as demais fórmulas de cálculo dos modelos, nomeadamente atualizando com recurso à WACC. Esta apresenta vantagens e desvantagens, como anteriormente já se tinha referido (Neves, 2002; Damodaran, 2002; Fernandez, 2010).

Mesquita (2013) refere que uma desvantagem dos FCFF é a de ser menos intuitivo que o FCFE dado que existe uma tendência para serem estimados os fluxos de caixa após o pagamento de dívidas e por se incluir o efeito de endividamento no cálculo do custo de capital, utilizado para o cálculo dos fluxos em cada período de tempo  $t$ . A mesma autora refere que os FCFE produzem estimativas mais realistas e o facto de este poder ser usado em empresas com fluxos de caixa negativos (Damodaran, 2002). Já Copeland et al. (1996) refere que os FCFE fornecem menos informação para identificar oportunidades de criação de valor, sendo aconselhado em empresas com taxas de crescimento muito elevadas no curto prazo (Neves, 2002) e nas avaliações de empresas onde seja provável mudanças ao nível da gestão, sendo que aqui o seu uso fornece uma estimativa de valor mais correta (Damodaran, 2002).

Damodaran (2002) expôs a fórmula de cálculo dos FCFE, dado que este modelo de avaliação permite calcular o valor atual dos fluxos de caixa do capital próprio de uma empresa, atualizado à taxa mínima exigida pelos acionistas. A sua fórmula de cálculo tem ainda sido utilizada por outros autores quando procedem à aplicação prática da mesma (Dastgir, Khodadadi e Ghayed, 2010; Mesquita, 2013; Paramitha, Hartoyo e Maulana, 2014; Kaviani, Batebi e Shahmanosuri, 2014). Apresentamos a mesma, tendo esta sido utilizada no cálculo dos FCFE por período, na equação (18).

$$\text{FCFE} = \text{Resultado Líquido} + \text{Amortizações e Provisões (imparidades)} - \text{Investimento em Ativos Fixos} - \text{Variação das necessidades de Fundo de Maneio} + \text{Variação do Endividamento Líquido}^{16} \quad (18)$$

O mesmo autor (*Damodaran, 2002*) conclui acerca da estabilidade de uma empresa face aos resultados apresentados pelos FCFE, sendo que esta se considera estável financeiramente quando o risco da empresa é semelhante ao risco médio do setor e quando o investimento em ativos fixos não é consideravelmente diferente do valor imputado ao valor das amortizações, uma vez que este ressalvo traduz que a empresa investe o suficiente para se conseguir manter no longo prazo, assegurando um crescimento prudente. Será de frisar que em ambos os modelos foram utilizadas as equações de cálculo apresentadas nas equações (5) para os FCFE, (9) para os FCFF e na equação (10) para a WACC, sendo que na fase de maturidade se teve de manter como pressuposto que o valor residual dos fluxos de caixa será convergente desde que  $r_e > g_n$  e  $WACC > g_n$ .

Como as empresas em análise no presente trabalho são empresas não cotadas na bolsa coloca-se a questão de como definir o custo do capital próprio que serve de base à atualização dos FCFE e que é incluído na taxa de atualização dos FCFF (WACC). Tal como referido por vários autores, entre eles *Neves (2002)*, o mais correto é utilizar valores de mercado e não contabilísticos. Na ausência dessa possibilidade, nomeadamente para poder ser utilizado para empresas não cotadas na bolsa podemos usar métodos alternativos à sua determinação. Segundo *Martins (2010)*, e na impossibilidade de se seguir pelo modelo CAPM (o mais correto segundo *Fernandez, 2010*) a forma de cálculo mais correta para o custo do capital próprio ( $r_e$ ) é através da especificação proposta por *Caldeira (2001)* onde este corresponde à soma da taxa de rentabilidade dos ativos sem risco, de um prémio de risco que representa a remuneração adicional exigida para cobrir o risco específico associado à empresa e corrigindo-o (somando ainda) pela taxa anual média de inflação.

---

<sup>16</sup> Seguindo a formalização de *Vieito e Maquieira (2010)* e a aplicação posterior por *Mesquita (2013)*:

$$\text{Variação do Endividamento Líquido} = \left( \frac{\text{Passivo}}{\text{Capital Total}} \right) \times \left( \text{Investimento em Ativo Fixo} - \text{Amortizações e Provisões} + \text{Variação das Necessidades de Fundo Maneio} \right)$$

Todavia para o cálculo do custo do capital próprio decidimos recorrer à mesma metodologia que a proposta por *Fernandes, Armada e Rodrigues (2005)* onde foi considerado, para as três empresas, um custo de oportunidade dos capitais próprios de 0.0462, 0.0689, 0.0778, 0.0458 e 0.0183 para 2008, 2009, 2010, 2011 e 2012 respetivamente, tendo por base os indicadores da Central de Balanço, presente nos dados disponibilizados pelo Banco Central referentes aos quadros da empresa e do setor, nomeadamente para o código 88 referente às atividades de apoio social sem alojamento<sup>17</sup>. Apesar de este método não diferenciar as empresas pelo seu grau de risco, *Neves (2002)* considera que este é o método que mais se adequa para empresas não cotadas e no nosso caso elas, até então, as três em termos comparativos apresentam dimensões similares. Todavia, *Fernandes, Armada e Rodrigues (2005)* optaram por utilizar o mesmo valor de custo de capital próprio para proceder à avaliação de empresas do setor do azeite não cotadas, enquanto uma forma mais correta é serem consideradas taxas diferentes dependendo dos períodos de avaliação dado que as mesmas se vão alterando ao longo do tempo e de acordo com os valores obtidos para cada um dos anos essa mesma alteração era verificada.

Relativamente ao custo do capital alheio, seguimos a mesma metodologia dos autores *Fernandes, Armada e Rodrigues (2005)* sendo calculada como  $r_d = \text{juros} / \text{dívidas}$  a instituições de crédito, já que *Fama e French (1998)* consideram que os débitos das empresas trazem grandes benefícios fiscais, aumentando assim o seu valor. No caso das IPSS em análise os valores em dívida a instituições de crédito, bem como os juros não apresentavam valores muito elevados dado que só recorrem ao crédito para investimentos de menor dimensão comparativamente com uma grande corporação, tal como nos foi dito aquando da disponibilização das demonstrações financeiras, balanço e demonstração de resultados para os anos de 2008 a 2012, pelos seus diretores.

Finalmente, já dissemos anteriormente que os pesos de cada fonte de capital utilizada numa empresa devem ser determinados de acordo com os valores de mercado e não contabilísticos. Mas dado que as IPSS em análise são não cotadas, existe esta limitação, obrigando-nos a trabalhar com pesos contabilísticos, tal como em *Fernandes et al. (2005)* e em *Lamont e Polk (2001)*. Os vários pesos multiplicam-se pelo respetivo custo como apresentado na equação (10) para o cálculo da WACC (*Brandão, 2008*).

Também neste trabalho procedemos à avaliação das IPSS através dos métodos patrimoniais. Apesar de serem muito utilizados os métodos de avaliação por desconto de fluxos de caixa, outros autores têm tentado desenvolver e aplicar diferentes

---

<sup>17</sup> <http://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Paginas/QuadrosdaEmpresaedoSetor.aspx>

metodologias, nomeadamente as baseadas no valor económico acrescentado (*Kaviani et al., 2014*). Segundo *Neves (2002)* e *Damodaran (2002)* o EVA adiciona o valor atual dos resultados em excesso ou supranormais ao valor contabilístico do capital investido. Usam-se no cálculo deste EVA os resultados excedentes que consistem nos resultados operacionais após impostos previstos que excedem os resultados exigidos tanto pelos acionistas como pelos credores (*Mesquita, 2013*). Segundo *Neves (2011)*, o EVA é uma medida de lucro excedentário depois de ser remunerado o capital total investido às taxas de rentabilidade exigidas pelos credores e acionistas.

*Nakhaei et al. (2012)* estudaram a avaliação de performance de empresas usando valores contabilísticos e medidas económicas de valor no caso de empresas de base tecnológica. Já *Popa, Mihailescu e Caragea (2009)* mostraram que o EVA é um método avançado e de extrema utilidade para estudar a avaliação de performance no setor bancário. *Mota, Nunes e Ferreira (2004)* entendem o EVA como uma ferramenta de gestão extremamente importante, uma vez que ao confrontar a realidade de um investimento com o seu verdadeiro custo, o gestor tem a noção exata do impacto desse investimento na viabilidade financeira da empresa futuramente. Assim uma análise eficiente desta metodologia permite uma maior responsabilização no que respeita ao desenvolvimento de novos investimentos.

Segundo *Vieito e Maquieira (2010)*, *Neves (2011)* e *Mesquita (2013)*, o EVA obtém-se pela expressão:

$$EVA = RO \times (1 - t) - WACC \times CI_n \quad (19)$$

No entanto, *Young e O'Byrne (2001)* identificam o EVA como a diferença verificada entre o resultado obtido e a taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas, podendo este valor ser obtido pela expressão:

$$EVA = Ativo_{(n-1)} \times (REA_n - WACC) \quad (20)$$

Sendo que:

$$REA = \frac{RO(1-T)}{Ativo}; WACC = r_e (1 - w_d) + r_d \times w_d \times (1 - T); \text{ com } w_e = 1 - w_d; r_e \text{ dado pelos}$$

valores já apresentados anteriormente para a rentabilidade ou custo dos capitais próprios;  $w_e = CP / (P+CP)$ ;  $w_d = P / (P+CP)$ ; RO – resultado operacional, CP – valor dos capitais próprios; P – valor do Passivo; T – taxa de imposto; WACC - Custo Médio

Ponderado do Capital; Cap. Inv. - Capital Investido; e REA – rentabilidade Económica do Ativo.

Na aplicação aos casos de estudo ambas as fórmulas do EVA foram utilizadas e serão demonstrados os resultados finais obtidos por aplicação de cada uma das equações (19) e (20), dado que estes não coincidem. Este facto está justificado pelas diferentes variáveis englobadas na fórmula de cálculo apresentada pelos distintos autores, não havendo todavia um consenso relativamente a qual a melhor, sendo que a mais utilizada tem sido a da expressão apresentada na equação (19).

Nesta apresentação os autores referem algumas das justificações possíveis quando se verifica um aumento do valor do EVA, sendo elas nomeadamente: o aumento da rentabilidade do capital investido, a diminuição da WACC, seja devido a uma gestão mais eficiente, seja por fatores externos à própria empresa e o facto da empresa poder proceder a investimentos adicionais em projetos com uma rentabilidade superior ao custo de capital que necessita.

O custo médio ponderado do capital (WACC) é calculado com base no nível de Autonomia Financeira (Capital Próprio/Ativo) e de Endividamento (Passivo/Ativo), ponderado pelos respetivos custos:  $WACC = r_e(1 - w_d) + r_d \times w_d \times (1 - T)$ . O facto de a empresa obter benefícios fiscais pelo endividamento, por via da contabilização dos Custos Financeiros de Financiamento, implica a aplicação do termo  $(1 - T)$  ao Custo do Capital Alheio. Desta forma, o custo médio ponderado incorpora a estrutura de financiamento (o peso relativo dos diversos tipos de capital (Próprio e Alheio) no financiamento dos Ativos de uma empresa), cuja proporção influencia significativamente o grau de risco financeiro percecionado pelos agentes económicos que se relacionam com a empresa. Além disso, o custo do capital utilizado depende das fontes de financiamento seleccionadas e dos respetivos custos, pois "(...) a estrutura de financiamento determina, em boa parte, a forma como os excedentes financeiros se repartem pelos sócios e credores." *Martins (2004, p.103)*.

*Weissenrieder (1997)* identifica duas razões pelas quais esta metodologia deve ser implementada, sendo elas o facto de o EVA ser de fácil compreensão e ter como objetivo aumentar o conhecimento da organização e compreender as implicações financeiras dos seus processos, o que melhorará a tomada de decisão e por sua vez implicará o aumento de capital.

Os mesmos autores definiram o MVA como uma medida de performance acumulada, ou seja, traduzindo a avaliação que o mercado faz, num dado momento, do valor atual de

toda a atividade passada da empresa e dos projetos que se perspetivam no futuro. Assim, esta metodologia obtém-se pela fórmula seguidamente expressa:

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_n}{(1+WACC)^{n-1} (WACC_n - g_n)} \quad (21)$$

Ou

$$MVA_0 = \sum \frac{EVA_n}{(1+WACC)^n} \quad (22)$$

Verificamos que o MVA deriva de um cálculo onde os resultados do EVA são considerados, uma vez que se calcularmos o EVA para um dado número de anos, o atualizarmos e adicionarmos, estamos perante o valor atual do valor criado ao longo desse período de tempo, o que nos traduz uma estimativa do MVA. Também aqui são consideradas duas fases de crescimento distintas: uma de crescimento supranormal até n-1 e uma de crescimento normal, na maturidade, de n em diante onde se assume que desse momento em diante os EVA crescem a uma taxa  $g_n$  constante, havendo para o efeito também uma WACC que se manterá constante daí em diante.

Se a avaliação for efetuada na ótica da empresa ou do Capital Total, nomeadamente pela aplicação dos Modelos da Entidade, quer pelo Custo Médio, quer pelo Valor Atual Líquido Ajustado, a taxa de crescimento sustentável  $g_n$  deve ser calculada com base na rentabilidade económica ou dos capitais totais (REA), ou seja:  $g^* = REA \times b$ , com: REA: Rentabilidade Económica do Ativo (líquido de imposto) e b a taxa de retenção de resultados na empresa para investimentos futuros. A Rentabilidade Económica do Ativo líquida de imposto é calculada com base nos resultados económicos líquidos de imposto, ou seja,  $REA = \frac{RAJI(1-T)}{Ativo}$ . Analisando a fórmula apresentada, a empresa tem potencial

para crescer de uma forma sustentável de acordo com os níveis de resultados retidos reinvestidos à taxa de remuneração dos capitais totais esperada. Logo, quanto mais resultados a empresa reter (não distribuir aos acionistas) mais capital estará disponível na empresa para esta efetuar novos investimentos e crescer.

Dentro dos modelos patrimoniais também conseguimos encontrar na literatura aplicações práticas do CVA. *Fernandes, Armada e Rodrigues (2005)* aplicaram a metodologia do CVA no contexto empresarial, selecionando empresas que obedeciam aos seguintes critérios:



1. Empresas em atividade desde 1997, inclusivé, e que em 2001 ainda se encontravam no ativo;
2. Empresas que operavam no setor do Azeite, por se tratar da indústria que representava a região de Trás-os-Montes e Alto Douro.

Neste estudo as empresas solicitaram o anonimato, sendo que apenas foi facultada a informação de que a estrutura jurídica fazia corresponder a sociedades por quotas de responsabilidade limitada e cooperativas. No estudo elaborado pelos autores supra mencionados, são apresentados todos os cálculos elaborados e as respetivas conclusões.

Importa agora sintetizar a expressão que os autores definiram para o cálculo do CVA, sendo que aplicaram o método por acharem ser de entre os demais o mais adequado à avaliação de empresas não cotadas em bolsa:

$$CVA_t = ROLI_t + AC_t - Ae_t - RU_t \times WACC_t \quad (23)$$

$$AE_t = \frac{AF_t \times WACC_t}{((1 + WACC_t)^u - 1)} \quad (24)$$

$$ROLI = RAJI \times (1 - T) \quad (25)$$

Onde:

$ROLI_t$  – Resultado Operacional Líquido de impostos relativo ao ano  $t$ ;  $AC_t$  – amortizações contabilísticas relativas ao ano  $t$ ;  $Ae_t$  – Amortizações económicas relativas ao ano  $t$ ;  $RU_t$  – Recursos utilizados relativos ao ano  $t$ ;  $T$  – ano respetivo;  $AF_t$  – ativos fixos relativos ao ano  $t$ ;  $U$  – vida útil dos ativos fixos (no presente trabalho considerou-se uma vida útil de 5 anos por não conhecermos todos os ativos fixos disponíveis na empresa, nem tendo sido explicado por Fernandes et al. (2005) qual o valor que consideraram para o mesmo. Acreditamos ser um valor razoável, dada a tipologia de equipamentos que as IPSS têm ao seu dispor);  $WACC_t$  – *Weighted Average Cost of Capital* ou custo médio ponderado do capital relativo ao ano  $t$ .

Fernandez (2002 – c)) refere que muitas empresas usam o EVA (Grant, 1996; Garvey e Milbourn, 2000; Grant, 2003) e o CVA (Fernandes, Armada e Rodrigues, 2005) como bons indicadores de gestão uma vez que estes transmitem a quantidade e o risco de recursos necessários para obter os ganhos então conseguidos. Lazzolino, Laise e Migliano (2014) definem o EVA como um dos mais importantes modelos de avaliação,

usando dados de 2596 empresas do Norte da Itália, de seis setores de atividade diferentes durante o ano de 2011. O objetivo dos autores era demonstrar que existia uma relação entre diferentes metodologias de avaliação (EVA e o coeficiente de valor acrescentado intelectual) e que ambas eram importantes para a avaliação de empresas. Outros autores como *Maditinos, Sevic e Theriou (2005)* usaram em termos comparativos medidas de performance tradicionais usando valores contabilísticos no caso dos ganhos e do EVA, concluindo sobre a utilidade das mesmas para avaliar os mercados de ativos cotados em Atenas. Um ano mais tarde, os mesmos autores defenderam a introdução do EVA no mundo empresarial por ser um importante indicador de performance e complemento de informação para além das tradicionais medidas económico-financeiras realizadas através de rácios (*Maditinos, Sevic e Theriou, 2006*). Para a indústria de software *Indiana, Mohanty e Pattnaik (2013)* exploraram o conteúdo informativo do EVA, mostrando que este ajuda na tomada de decisões. Esta relevância também fora confirmada por *Murphy e Soutar (2003)*.

Também o MVA tem sido utilizado nas avaliações de performance de bancos tal como em *Pandya (2014)*. Os resultados mostram que os bancos indianos evidenciaram MVAs positivos durante o período de análise e muito elevados, indicando assim que os bancos criaram efetivamente valor aos seus acionistas. Também mostraram que os bancos privados ultrapassaram os públicos em termos de performance média de MVA. Outras aplicações dos métodos EVA (*Milunovich e Tsuei, 1996; Parasuraman, 2000*), do MVA (*Reddy e Reddy, 2007*) ou simultânea dos dois métodos (*Lehn e Makhija, 1996; Ramana, 2005*) existem na literatura.

*Ivanov, Leong e Zaima (2014)* examinaram de forma empírica os impactos para as empresas de valores negativos de EVA. Eles concluem que empresas com EVAs negativos acabam por gerar retornos de ações superiores do que as que apresentam valores de EVA positivos. Usam para o efeito regressões lineares e valores de variáveis contabilísticas para prever se nos períodos de 2004 a 2009 estas variáveis ajudariam a explicar ou a diferenciar a performance dos ativos no mercado financeiro. Outros autores estudaram se o EVA ajuda a melhorar a performance das ações no mercado ou os lucros das empresas (*Ferguson, Rentzler e Yu, 2005; Garvey e Milbourn, 2000*) ou na gestão de carteiras de investimento (*Fountaine, Jordan e Phillips, 2008; Zaima, 2008*). Mas existe sempre críticas a todas as metodologias e apesar da sua vasta aplicação o EVA tem muitas a que a ele se referem, tais como as descritas por *O'Byrne (1999)*.

#### **4. Apresentação dos Estudos de Caso e aplicação das metodologias apresentadas**

Considera-se relevante o número de Instituições Particulares de Solidariedade Social existentes, sendo estas necessárias à sociedade pela natureza em que se baseiam e pelo apoio que providenciam às populações. Segundo uma análise efetuada às IPSS do distrito de Aveiro, verificamos que maioritariamente estas registaram-se em 1981, o que se traduz numa identificação de necessidade das mesmas desde longa data.

O relatório de Projeto em estudo centra-se maioritariamente no distrito de Aveiro, uma vez que seria impraticável apresentar uma análise financeira de todas as IPSS existentes.

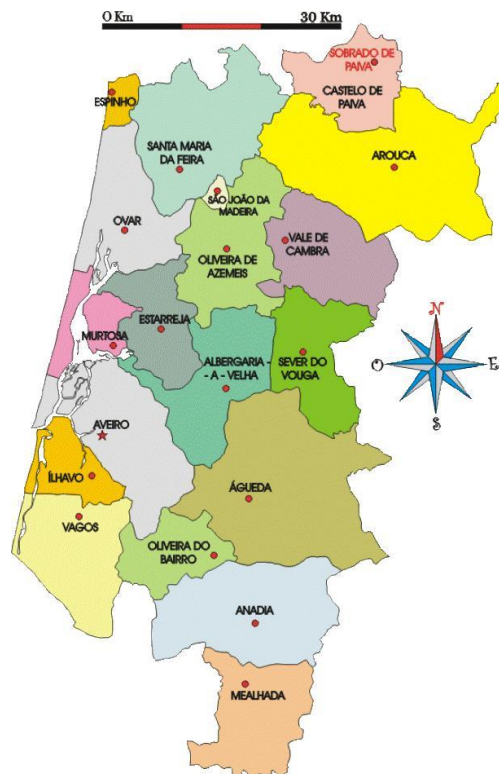
Analisando a composição dos Concelhos que contemplam o Distrito de Aveiro, percebemos que existem inúmeras IPSS, sendo que na generalidade, este número varia na proporção direta do número de habitantes por concelho. Tomemos como referência de suporte a esta análise, os concelhos de Águeda, Aveiro, Santa Maria da Feira e Oliveira de Azeméis.

Esta pequena introdução vem no sentido de iniciarmos a análise dos referidos casos de estudo, sendo todas as IPSS apresentadas, pertencentes ao concelho de Águeda<sup>18</sup>, e selecionadas aleatoriamente.

---

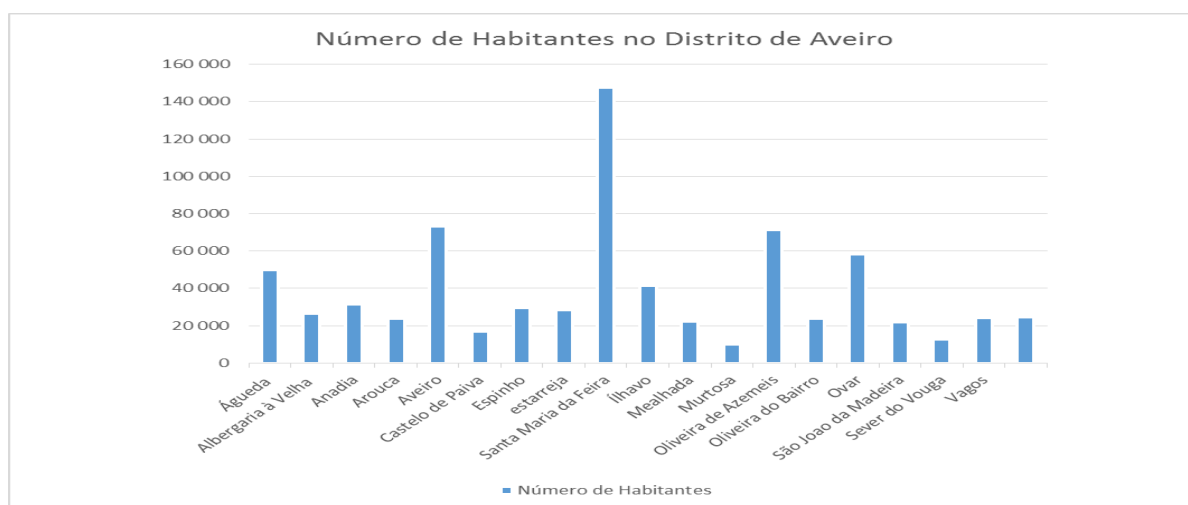
<sup>18</sup> Foram também as únicas 3 IPSS que se disponibilizaram a fornecer dados para podermos proceder à realização deste estudo de entre as demais contactadas para o efeito. Como muitas demoravam inclusive meses a responder de forma negativa ao pedido inicial, optámos por avançar para a análise com as 3 que nos providenciaram dados.

Figura 1: Concelhos Distrito de Aveiro, Portugal Continental



Fonte: [https://www.google.pt/search?q=concelhos+de+Aveiro&newwindow=1&es\\_sm=93&tbn=isc&imgil=1Ej88w45bopJCM%253A%253Bhttps%253A%252F%252Fencrypted-tbn0.gstatic.com%252Fimages%253Fq%253Dtbn%253AANd9Gc](https://www.google.pt/search?q=concelhos+de+Aveiro&newwindow=1&es_sm=93&tbn=isc&imgil=1Ej88w45bopJCM%253A%253Bhttps%253A%252F%252Fencrypted-tbn0.gstatic.com%252Fimages%253Fq%253Dtbn%253AANd9Gc)

Figura 2: Número de Habitantes por Concelho, Distrito de Aveiro

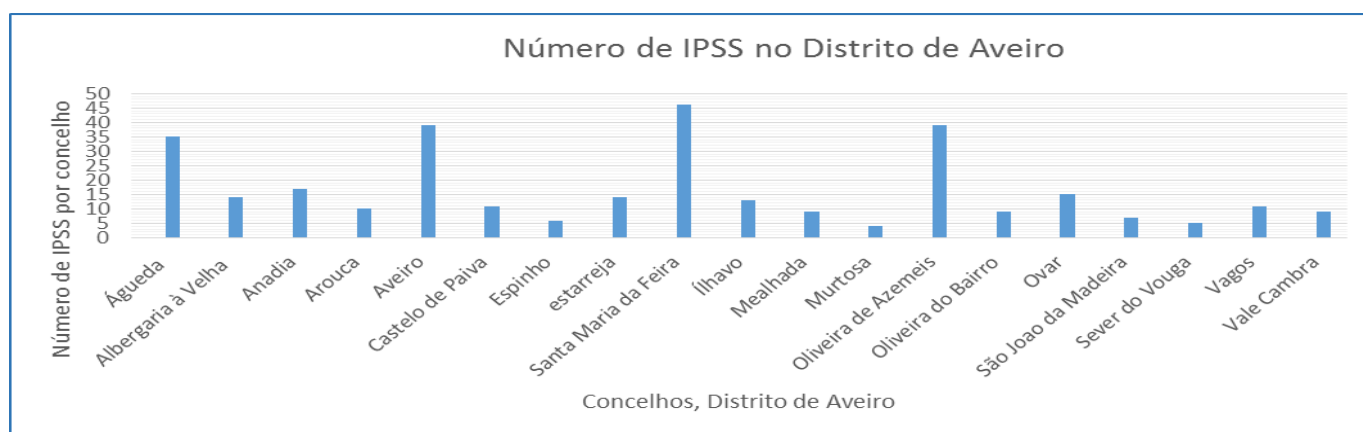


Elaboração Própria

Dados obtidos em <http://pt.db-city.com/Portugal--Aveiro>

Como podemos observar na figura 2, Águeda é uma das cidades do Distrito de Aveiro com mais habitantes, considerando que integra as cinco cidades com um número de habitantes superior a 40 000. Este gráfico é expressivo se pensarmos que os utentes das IPSS são habitantes maioritariamente da sua cidade, e o seu número é exponencial em sequência do número de habitantes da cidade. Assim é notório que Águeda é uma cidade que comporta algumas IPSS para fazer face às necessidades da população Aguedense. Na figura seguidamente exposta verificamos novamente que Águeda é uma das cidades que mais IPSS aglomera. Obviamente este fato prende-se com a população existente, uma vez que um maior número de população vai originar a presença de mais crianças e idosos, particularmente, que usufruem dos serviços prestados pelas mesmas como o Apoio a crianças e a jovens e o Apoio à família.

*Figura 3: Número de IPSS por concelhos, Distrito de Aveiro.*



Elaboração Própria, com base em dados disponibilizados por:  
[http://empregabilidade.weebly.com/uploads/3/6/9/3/3693019/ipss\\_listagem.pdf](http://empregabilidade.weebly.com/uploads/3/6/9/3/3693019/ipss_listagem.pdf)

## 4.1 Caracterização das Instituições

### 4.1.1 Centro Social e Cultural Nossa Senhora Ó D' Aguium

#### **Contexto Histórico**

O Centro Social e Cultural Nossa Senhora do Ó D' Aguium caracteriza-se por ser uma Instituição Particular de Solidariedade Social (IPSS), com sede no lugar Rua Escola, Aguium, 3780-621 Aguium; concelho de Anadia e distrito de Aveiro.

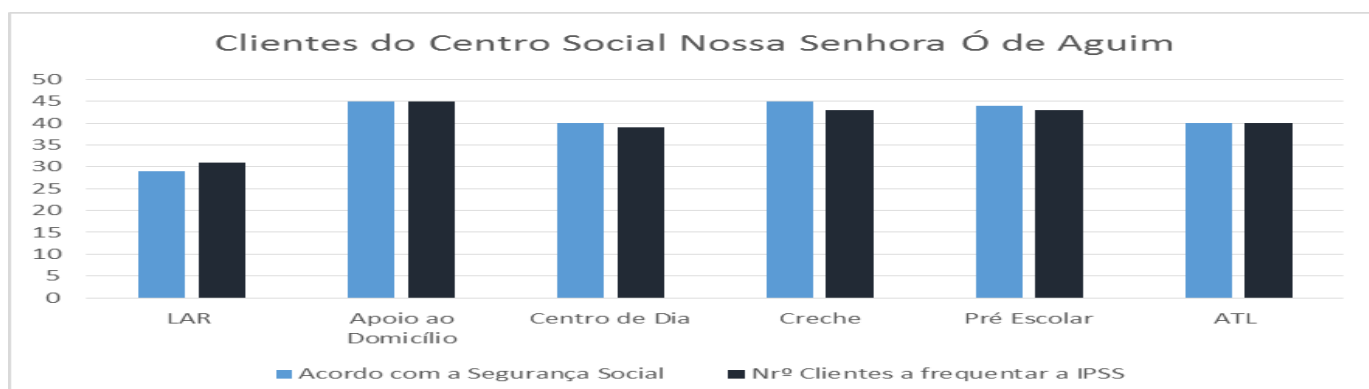
A data da sua constituição foi marcada no dia 14 de Novembro de 1981, sendo oficialmente publicada no Diário da República a 18 Novembro de 1981. Após vencer algumas barreiras económicas e burocráticas, a sua inauguração assinalou-se no dia 30 de Junho de 1995.

Inicialmente esta instituição oferecia como valências o Centro de Dia, o Serviço de Apoio Domiciliário, Creche, Pré-Escola e ATL. Posteriormente e face às necessidades locais ofereceu uma nova valência, inaugurada a 7 de Abril de 2001, que visava uma Estrutura Residencial para Idosos, que possibilitasse o acolhimento dos idosos que suportassem uma situação de maior risco social ou que apresentassem uma perda de autonomia ou independência.

Este espaço contou com o apoio da Câmara Municipal de Anadia, Segurança Social, Estado e os Esforços da Comunidade Envolvente que ali via as suas necessidades serem satisfeitas. Atualmente com uma área de 4.000 m<sup>2</sup> oferece a todos os seus clientes diversas salas de convívio, quartos com casa de banho privativa, refeitório, equipamento de ginástica, gabinete médico, entre outros. Também oferece espaços exteriores amplos com jardins e parque infantil.

Atualmente esta instituição comporta várias valências, como de seguida se poderá observar no gráfico. Este transmite a informação do número de utentes que frequentam e o número de utentes acordado entre a instituição e a segurança social. É este acordo que irá traduz o apoio que a segurança social entrega, uma vez que a comparticipação da segurança social depende do número de utentes e varia consoante a valência em que os mesmos estão inseridos.

*Figura 4: Número de Clientes na IPSS e Número de Acordos com a Segurança Social*



Fonte: Elaboração Própria (dados obtidos junto da Instituição).

Através da análise do gráfico percebemos que a maioria das valências suporta atualmente o número de clientes igual ao que a Instituição acordou com a Segurança Social. Dado que a mesma possibilitou o acesso aos valores que a Segurança Social oferece, de seguida irá ser apresentada a tabela resumo (tabela 1) dos valores auferidos por cada valência e na totalidade pela instituição, incluindo os complementos que respeitam a dependência de 2º grau na valência LAR e complemento de horário superior a 11 horas na valência Creche.

*Tabela 1: Valores auferidos provenientes da Segurança Social*

Valências	Acordo pelo Total dos Utentes	Complemento	Total dos Auferimentos
LAR	10 295,00 €	395,64 €	10 690,64 €
Apoio ao Domicílio	16 292,70 €		16 292,70 €
Centro de Dia	4 193,20 €		4 193,20 €
CRECHE	11 032,20 €	476,83 €	11 509,03 €
Pré Escolar	7 663,92 €		7 663,92 €
ATL	1 679,60 €		1 679,60 €
<b>TOTAL</b>	<b>51 156,62 €</b>	<b>872,47 €</b>	<b>52 029,09 €</b>

Fonte: Elaboração própria com recurso a dados disponibilizados pela empresa.

**“A nossa missão constitui a fonte de motivação para o empenho, luta, persistência e esforço diário de todos os colaboradores da Instituição”**  
([http://centrosocialodeaguim.pt/?page\\_id=37](http://centrosocialodeaguim.pt/?page_id=37))

### **Visão**

O Centro Social e Cultural Nossa Senhora do Ó de Aguim pretende ser uma referência na prestação de cuidados à população idosa e infantil na ação social em Portugal, o que permitirá aumentar a qualidade de vida dos seus clientes, melhorando de forma contínua as suas práticas sociais e profissionais atendendo às necessidades daqueles que integram a sua estrutura. Deste modo e respeitando na íntegra a legislação em vigor pretende oferecer nas mais diversas valências um serviço qualificado e certificado.

([http://centrosocialodeaguim.pt/?page\\_id=43](http://centrosocialodeaguim.pt/?page_id=43))

### **Missão**

***“Receber, apoiar e garantir os direitos e necessidades das crianças, jovens, pessoas idosas e comunidade envolvente, de forma integral e personalizada”***

([http://centrosocialodeaguim.pt/?page\\_id=37](http://centrosocialodeaguim.pt/?page_id=37))

A missão da instituição é prestar apoio à população idosa e infantil, promovendo o bem-estar e a qualidade de vida destes seus clientes. Atendendo a serviços prestados com elevada qualidade e excelência, pretendem auxiliar e acolher indivíduos, cuja problemática biopsicossocial não seja passível de outra resposta, garantindo um serviço temporário ou permanente que possibilitem todas as condições de integração e bem-estar geral.

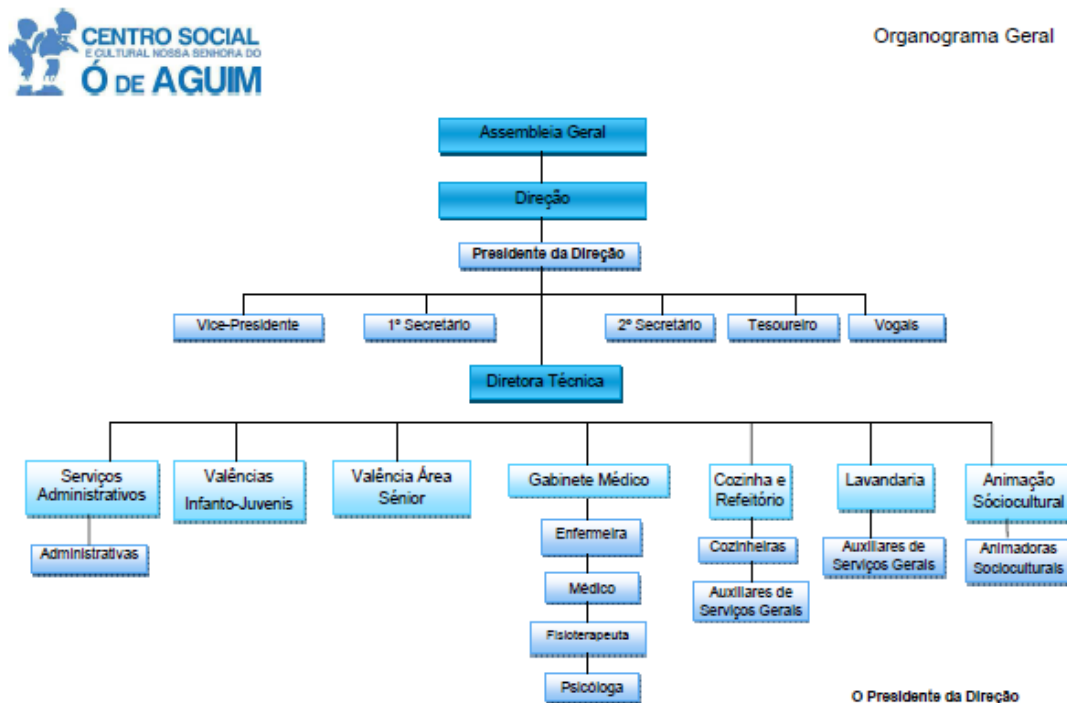
### **Valores**

O Centro Social e Cultural Nossa Senhora do Ó de Aguiçim assume-se como um espaço de responsabilidade individual e coletiva, onde a boa integração dos clientes, o elevado nível de bem-estar físico, mental e social assume – se como prioridade. Com a intenção de fazer vigorar os seus princípios éticos, definem como os seus principais valores a **Solidariedade**, o **Respeito**, a **Ética**, a **Confiança**, o **Valor da Igualdade**, a **Competência** e **Responsabilidade**, a **Boa Disposição**, a **Inovação** e **Criatividade**, a **Singularidade** e a **Cooperação**.



## Organigrama

Figura 5: Organigrama Centro Social e Cultural Nossa Senhora do Ó D´Aguium



Fonte: <http://www.centrosocialodeaguium.pt>

## Política de Qualidade

Os princípios orientadores da Política de Qualidade, definidos pela Direção da Instituição, são nomeadamente:

- Garantir a satisfação plena dos seus clientes, prestando serviços que cumprem os requisitos que os manuais da Segurança Social assim exigem;
- Facultar aos colaboradores um ambiente acolhedor e motivador, disponibilizando para o efeito meios e recursos, assim como formação necessária para um desempenhar das funções com a maior qualidade exequível;
- Sustentar a melhoria contínua da qualidade como objetivo permanente, otimizando recursos e processos por forma a obter vantagens competitivas para os clientes e para a comunidade.

#### 4.1.2 Os Pioneiros

##### **Contexto Histórico**

Os Pioneiros são uma Instituição Particular de Solidariedade Social situada na Rua do Campolinho 27, 3750-786 Trofa, Mourisca do Vouga.

No dia 18 de Maio de 1985 surgiu o então chamado Ano Zero, onde as atividades iniciaram-se sob a forma experimental no domicílio da educadora Manuela Esteves com cerca de 12 crianças em Atividades de Tempos Livres. Em 16 de Julho de 1986 ficou formalizada o início de atividade, sendo publicada a mesma no Diário da República número 161, 3ª série.

Em 1977 surgiu um 1º acordo com o Centro Regional da Segurança Social para a valência de ATL. Neste mesmo ano também foi celebrado um acordo com o Instituto Nacional de Apoio aos Tempos Livres para a existência de aulas de ginástica na TUNA MOURISQUENSE.

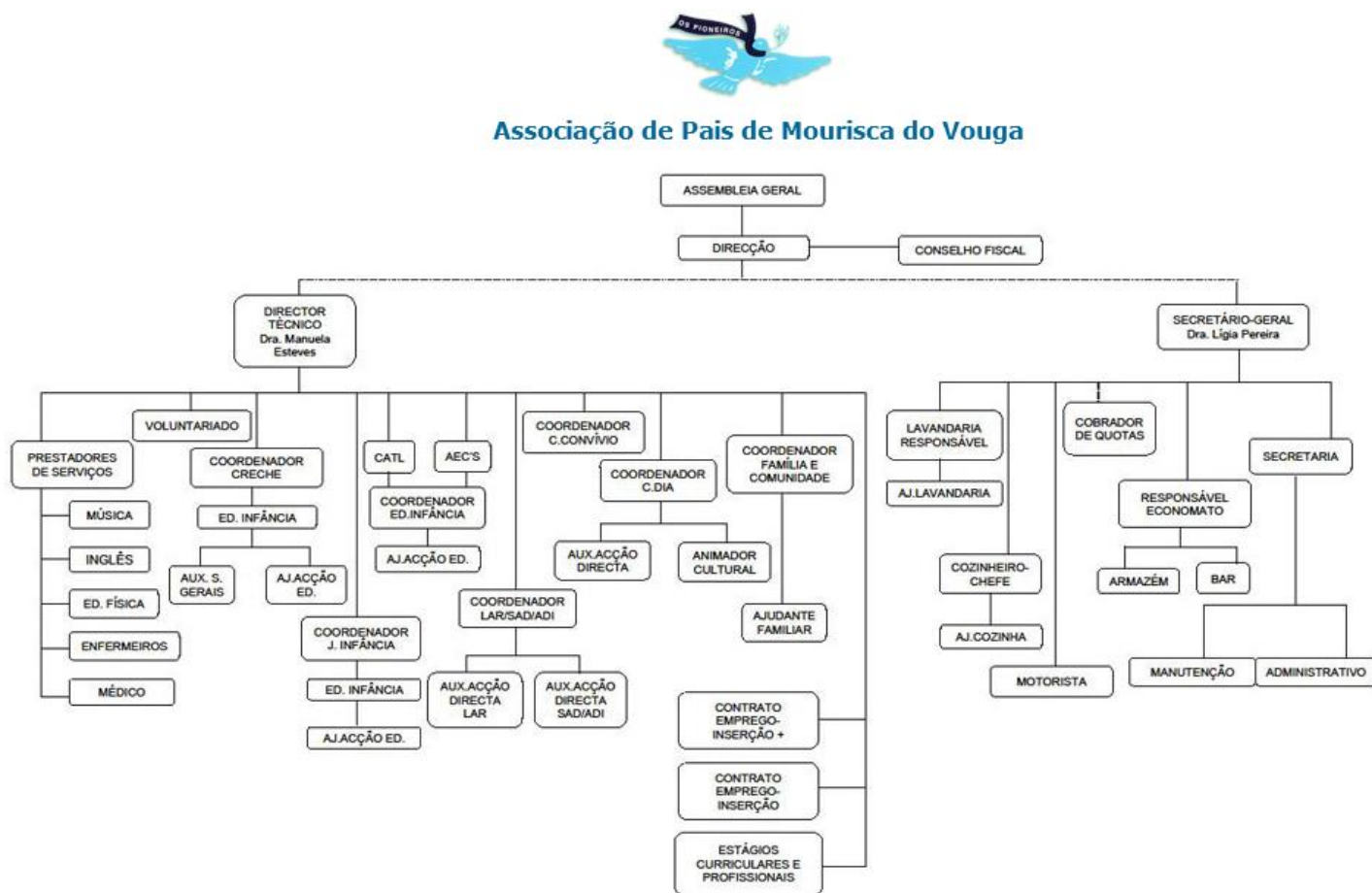
Em 1990 a instituição realizou um acordo com o CRSS no sentido de aumentar 25 crianças no ATL e dispor da valência de Centro de Dia, tendo capacidade para 15 idosos. Em 1991 realizou um novo acordo para 10 idosos em Apoio Domiciliário e o aumento para 30 crianças no ATL. Também inaugurou a Ludoteca (Trofa) com o apoio da Fundação Calouste Gulbenkian.

Em 1992 ofereceu uma nova valência: Centro de convívio com uma disponibilidade para 15 idosos. Em 1993 a instituição adquiriu um terreno para a construção da sede e ofereceu uma nova valência com 15 crianças, em Jardim de Infância. Em 1995, foi assinado um Protocolo com o CRSS a fim de aumentar em 10 crianças a oferta no que respeita o Jardim de Infância.

Em 1997 foram então inauguradas as novas instalações e realizou-se a compra da “Quinta do Capitão Mor”. Em 2001 inicia uma nova valência Lar.

## Organigrama

Figura 6: Organigrama "Os Pioneiros"



Fonte: <http://www.ospioneiros.pt/>

**"Os Pioneiros" Associação de Pais de Mourisca do Vouga entende que o princípio base do seu sucesso será a total satisfação dos seus utentes / clientes, assegurando o cumprimento das disposições legais e regulamentares, mediante a prestação de serviços de excelência e a melhoria contínua do desempenho do sistema de gestão, envolvendo e motivando os nossos parceiros."**  
(<http://www.ospioneiros.pt/>)

### **Visão**

Os pioneiros pretendem ser uma Instituição Particular de Solidariedade Social de referência nacional, distinguindo-se pelos serviços prestados aos clientes nas várias etapas da sua vida.

### **Missão**

A instituição em referência tem como objetivo dar resposta às necessidades da criança, jovem, idoso, grupos vulneráveis e comunidade em geral, indagando o bem-estar físico, psíquico e social, cooperando para a sua inclusão na sociedade em geral, atendendo às orientações nacionais.

### **Valores**

Os pioneiros como IPSS que pretende ser uma menção a nível nacional assume como os seus principais valores de referência a **Cooperação**, a **Responsabilidade**, a **Alegria**, a **Inovação/Criatividade**, a **Confidencialidade**, a **Honestidade**, a **Imparcialidade**, a **Integridade** e a **Solidariedade**.

#### **4.1.3 Empresa X**

A terceira Instituição Particular de Solidariedade Social analisada, por questões muito particulares, enunciou como condição para a disponibilização dos relatórios financeiros o anonimato, o que implica a ausência da caracterização da empresa. À semelhança das restantes IPSS analisadas os resultados serão apresentados como resultados finais sem casas decimais, pelo que iremos considerar os resultados da empresa X como referência para a análise financeira e respetivas ilações.

#### ***4.2 Análise Financeira dos Relatórios de Contas***

Este ponto de análise sugere uma aplicação das metodologias anteriormente revistas nos casos de estudo apresentados, que compõem o painel das três IPSS da Cidade de Águeda que nos facultaram dados económicos, tendo assim permitido o estudo da situação financeira das mesmas.

A tabela 2 seguidamente apresentada tem como intuito, de forma objetiva e de fácil análise, transpor os valores das variáveis usadas nas mais diversas abordagens. Sugere-se esta tabela, por se tratar de cálculos intermédios e de valores considerados significativos dado interferirem nos restantes valores que serão posteriormente

apresentados respeitantes à avaliação individual de cada empresa, utilizando as metodologias descritas na secção 3.

*Tabela 2: Variáveis base no cálculo dos métodos de Avaliação de Empresas*

		Observações	2008	2009	2010	2011	2012
Nossa Senhora Ó D'Aguim	RCP = RL/CP		-0,1030	0,0688	-0,0010	-0,0790	-0,0408
	g dos Cap. Próprios = RCP*b	b = 1	-0,1030	0,0688	-0,0010	-0,0790	-0,0408
	g dos Cap. Totais = REA*b	b = 1	-0,0706	-0,0578	-0,9075	-0,0830	-0,0317
	REA = RO / Ativo Líquido		-0,0706	-0,0578	-0,9075	-0,0830	-0,0317
	rd = Custos Financeiros / Empréstimos		0,0368	0,0502	0,0380	0,0568	0,0160
	rs		0,0462	0,0689	0,0778	0,0458	0,0183
	ws = CP / (P+CP)		0,5262	0,5495	5,5715	0,5743	0,7968
	wd = P / (P+CP)		0,4738	0,4505	4,3971	0,4257	0,2032
	WACC		0,0417	0,0605	0,6007	0,0505	0,0178
		Observações	2008	2009	2010	2011	2012
Os Pioneiros	RCP = RL/CP		-0,0134	-0,0073	0,0476	0,0298	0,0190
	g dos Cap. Próprios = RCP*b	b = 1	-0,0134	-0,0073	0,0476	0,0298	0,0190
	g dos Cap. Totais = REA*b	b = 1	-0,0240	-0,0177	0,0137	0,0314	0,0212
	REA = RO / Ativo Líquido		-0,0240	-0,0177	0,0137	0,0314	0,0212
	rd = Custos Financeiros / Empréstimos		0,0000	0,0000	0,0000	0,0695	0,0600
	rs		0,0462	0,0689	0,0778	0,0458	0,0183
	ws = CP / (P+CP)		0,8162	0,7610	0,7702	0,8085	0,8027
	wd = P / (P+CP)		0,1838	0,2390	0,2298	0,1915	0,1973
	WACC		0,0377	0,0524	0,0599	0,0503	0,0265
		Observações	2008	2009	2010	2011	2012
X	RCP = RL/CP		0,2371	0,2176	0,0339	-0,0171	0,0173
	g dos Cap. Próprios = RCP*b	b = 1	0,2371	0,2176	0,0339	-0,0171	0,0173
	g dos Cap. Totais = REA*b	b = 1	0,0129	-0,0353	-0,0268	-0,0084	0,0124
	REA = RO / Ativo Líquido		0,0129	-0,0353	-0,0268	-0,0084	0,0124
	rd = Custos Financeiros / Empréstimos		0,0419	0,0024	0,0045	0,0066	0,0051
	rs		0,0462	0,0689	0,0778	0,0458	0,0183
	ws = CP / (P+CP)		0,1130	0,1451	0,1482	0,6148	0,6198
	wd = P / (P+CP)		0,8870	0,8549	0,8518	0,3852	0,3802
	WACC		0,0424	0,0120	0,0154	0,0307	0,0133

*Fonte: Elaboração Própria a partir dos resultados disponibilizados pelas empresas. Note-se que b na nossa análise assume o valor 1, isto porque sendo uma IPSS todos os resultados gerados são reinvestidos na própria empresa, jamais sendo distribuídos, sendo que isso implica uma taxa de retenção de resultados b = 1. Também será de notar que o Ativo Líquido equivale ao valor total do Ativo uma vez que nas IPSS o valor da taxa de IRC é nulo (T = 0). RCP – rentabilidade dos capitais próprios; g – taxa de crescimento; REA – rentabilidade económica do ativo; RO – resultados operacionais; rd – custo do capital alheio; rs – custo do capital próprio; ws – peso do capital próprio no total financiado; wd – peso do capital alheio no total financiado; CP – Capital próprio; P – Passivo; WACC – custo médio ponderado do capital.*

Como podemos constatar numa primeira análise às variáveis expostas de forma isolada, e apenas enumerando as principais, verificamos que a Rentabilidade dos Capitais Próprios, RCP, apresenta os melhores valores na IPSS “Os Pioneiros”. Esta variável traduz a eficácia com que as empresas utilizam os capitais pertencentes aos sócios ou

acionistas, sendo que o resultado equivale à taxa máxima de remuneração obtida pelos Capitais Próprios.

Também no que respeita à variável do REA – Rendibilidade Económica do Ativo, “Os Pioneiros” destacam-se em relação às demais IPSS apresentadas, uma vez que apenas apresenta dois valores negativos, durante o período de análise: 2008-2012. Este indicador conforme a denominação assim o indica, traduz a rendibilidade obtida pela totalidade dos Capitais Próprios investidos na Empresa, autonomamente da forma de financiamento.

Verificamos que os valores da WACC são melhores para a IPSS “Nossa Senhora Ó D’Aguim”, mesmo que de valores inconstantes se tratem estes refletem a política de financiamento seguida pela empresa entre os anos de 2009 e 2010.

Da análise global às variáveis base, concluímos que “Os Pioneiros” será a IPSS das apresentadas com maior atratividade para futuros investidores ou acionistas, e também será a IPSS com maior capacidade de auto financiamento.

#### 4.2.1 Análise com base no método dos Fluxos de Caixa Atualizados

Para se proceder à avaliação das IPSS em estudo, começamos por determinar os valores de FCFF e de FCFE para cada um dos anos de 2008 a 2012, segundo as equações já apresentadas anteriormente, mas aqui reproduzidas através das equações (26) e (27), respetivamente.

$$\text{FCFF} = \text{Resultado Operacional Líquido de Impostos (EBIT após impostos)} + \text{Amortizações e Provisões do Exercício} - \text{Investimentos em Ativos Fixos} - \text{Variação das Necessidades de Fundo Maneio, Damodaran (2005) e Neves (2002)} \quad (26)$$

$$\text{FCFE} = \text{Resultado Líquido} + \text{Amortizações e Provisões (imparidades)} - \text{Investimento em Ativos Fixos} - \text{Variação das necessidades de Fundo de Maneio} + \text{Variação do Endividamento Líquido, Damodaran (2002)} \quad (27)$$

Os valores obtidos por atualização dos FCFF e de FCFE são apresentados na tabela 3 para cada uma das IPSS. Os valores apresentados referem-se ao valor no final do período t (ano 2007, 2008, 2009, 2010 e de 2011) atendo às fórmulas de determinação do valor atual da empresa com recurso à atualização dos fluxos de caixa e utilizando para o efeito as taxas de atualização apropriadas, tendo sido utilizado o custo do capital

próprio como a taxa relevante para proceder à atualização dos FCFE e a WACC na atualização dos FCFF.

Uma análise de determinação de valor efetuada deste modo permite comparar a evolução do mesmo ao longo do tempo. Para além do mais temos de ter presente que os valores apresentados para o final do ano de 2011 são valores considerando apenas a continuidade permanente da IPSS, ou seja, o valor da mesma considerando o ano de 2012 como o início da sua fase de maturidade e determinando o valor da empresa com base nessa continuidade permanente no futuro.

*Tabela 3: Valor da empresa determinado por atualização dos FCFF e FCFE para as três IPSS analisadas*

Valor no final do ano de...		2007	2008	2009	2010	2011
Ó D'Aguim	Valor Empresa FCFE	-1510559,97	-2058572,79	-2814323,40	-2156181,03	-2269702,46
	Valor Empresa FCFF	156124,67	-787938,54	-1789226,64	-3006290,82	-3178763,56
Pioneiros	Valor Empresa FCFE	-90071710,84	-94245385,30	-101251034,49	-109727848,24	-114647022,48
	Valor Empresa FCFF	15630162,72	16217407,00	16409280,92	16708122,05	17692422,42
X	Valor Empresa FCFE	38207113,06	39960726,42	42681197,51	45993753,50	48276303,94
	Valor Empresa FCFF	71185179,28	74291002,93	75170674,94	76324077,86	78947244,29

Fonte: Elaboração Própria

No que respeita aos FCFE, foi referido anteriormente que os mesmos reportavam aos valores atuais dos fluxos de caixa do Capital Próprio. Noutra expressão, os FCFE representam os *Cash-Flows* após o pagamento das obrigações financeiras e após cobertas as necessidades de investimento, ou seja, os resultados potenciais a distribuir como dividendos.

Pela análise da tabela 3, a IPSS “X” encontra-se em posição benéfica, uma vez que não apresenta qualquer valor negativo. Em contraposição as restantes IPSS analisadas não apresentam valores positivos, o que assinala uma situação económica bastante vulnerável. Os FCFF representam o valor dos *Cash-Flows Residuais* após cobertas as necessidades de investimento, que permitem a conservação dos ativos atualmente existentes e a conceção de novos ativos. Nesta variável a IPSS “X” destaca-se pelos melhores resultados, o que traduz a ideia de que é a IPSS que mais recursos possui para adquirir novos ativos e potenciar o seu crescimento futuro. Todavia é de notar que no caso dos Pioneiros enquanto a atualização dos FCFE devolve valores negativos para esta empresa, os seus valores de FCFF são todos positivos e crescentes com a data de 2012, o ano considerado de cruzamento para todas as empresas. Assim, demonstra-se a diferença de valores considerando apenas os valores de capitais próprios ou o valor de

financiamento por ambas as fontes de financiamento, evidenciando que esta IPSS tem capacidade para geração de novos ativos.

Tentamos ainda comparar os nossos resultados com os obtidos por autores anteriores, mas pelo facto de não se ter encontrado nenhum estudo que aplicasse as metodologias de avaliação de empresas diretamente às IPSS, não nos é possível proceder a essa mesma análise comparativa. Contudo, no estudo efetuado por *Lima (2011)*, há a apresentação de um gráfico que estabelece a comparação entre os FCFE e o valor da ação. Na análise apresentada, o valor do FCFE é negativo no primeiro ano, sendo que nos restantes já apresenta um valor positivo, gradualmente crescente, seguindo a mesma tendência do valor das ações das empresas. Neste caso, e porque se trata de empresas incubadoras de base tecnológica no estado de Pernambuco, a análise desenvolvida não pode ser aplicada aos estudos de caso apresentados neste projeto, dado que as IPSS analisadas pertencem a uma cidade que representa um dos concelhos do distrito de Aveiro, são não cotadas em bolsa e por este facto não emitem ações o que inviabiliza o cálculo do valor das mesmas e a sua possível comparação com os valores do FCFE.

Em todo caso, poderá concluir-se, e à semelhança do apresentado, que valores negativos de FCFE respeitam em parte à falta de experiência dos colaboradores responsáveis pela gestão de qualquer entidade empresarial, independentemente da cotação na bolsa de valores.

#### 4.2.2 EVA

De seguida apresentamos os resultados obtidos por aplicação do método de avaliação EVA, calculado tal como se apresenta nas equações (28) e (29).

$$EVA = Ativo_{t-1} \times (REA_t - WACC_t) , \text{ Young e O'Byrne (2001)} \quad (28)$$

$$EVA = RO_t \times (1 - t) - WACC_t \times CI_t . \text{ Vieito e Maquieira (2010)} \quad (29)$$

Os resultados obtidos para cada uma das IPSS analisadas por aplicação destas duas fórmulas de cálculo de EVA são apresentados na tabela 4 para cada uma das empresas de forma individual. Nessa tabela EVA representa os valores anuais de EVA obtidos por aplicação da equação (28) e EVA\* os obtidos por aplicação da equação (29).



Tabela 4: Resultados EVA & EVA\* para as IPSS analisadas

		EVA	EVA*
Centro Social Nossa Ó D'Aguim	2008	-159193,51	-47561,78
	2009	-152406,36	-12462,68
	2010	-1949207,28	39220,47
	2011	-17027,80	-95854,96
	2012	-60942,04	-40049,77
Os pioneiros		EVA	EVA*
	2008	-106882,20	-39430,20
	2009	-120036,16	4081,42
	2010	-84129,52	66119,02
	2011	-36927,29	57528,14
	2012	-11586,24	48305,71
X		EVA	EVA*
	2008	-29916,72	6695,78
	2009	-39947,76	-29141,92
	2010	-35445,95	-22428,55
	2011	-33289,29	-15046,56
	2012	-733,67	10295,35

Fonte: Elaboração Própria. EVA\* - Valores para o cálculo do EVA, atendendo à fórmula de *Vieito e Maquieira (2010)*. EVA – *economic value added*.

Numa análise aos resultados apresentados pelas distintas fórmulas na tabela 4 respeitantes a cada IPSS verificámos diferenças significativas, justificadas pelas diferentes variáveis que compõem cada uma das fórmulas.

No que respeita ao EVA\* a IPSS com melhores resultados é “Os Pioneiros”, no entanto no que respeita ao EVA a IPSS que melhor se distingue é a “X”. Esta variável traduz que a IPSS possui um excedente de resultados operacionais superior, face às analisadas, relativamente aos capitais exigidos quer pelos credores quer pelos acionistas. Deste modo dependendo da fórmula a analisar a conclusão é diferente, o que inviabiliza uma análise global.

Mais uma vez não conseguimos proceder a uma relação direta entre os resultados que aqui obtivemos e os valores apresentados por outros autores, pois a maioria dos estudos efetuados com respeito a avaliação de empresas é realizado, ora para empresas cotadas, ora para empresas não cotadas mas que em nada se assemelham a IPSS, por laborarem em setores completamente distintos. Todavia, na maioria destes estudos os valores de EVA encontrados são positivos, o que também nos pode remeter para

situações de uma gestão financeira incorreta por parte das IPSS. Todavia, temos de ter em mente que este estudo aqui apresentado tem limitações tais como o uso de valores contabilísticos em vez dos de mercado, o facto de serem empresas muito particulares e também pelo facto de não podermos generalizar estes resultados a todas as IPSS, pois elas são inúmeras e nós apenas estamos a usar uma amostra de três destas empresas. Analisado o artigo publicado por *Kaviani, Batebi e Shahmanosuri (2014)*, verificamos que não seria possível comparar os resultados obtidos pelos autores com os obtidos nos casos de estudo presentes, dado verificar-se que no artigo os autores não analisam os resultados do EVA por si só, mas sim efetuam testes de correlação entre as mais diversas variáveis analisadas. Em todo caso os autores, e à semelhança da revisão bibliográfica apresentada, concluem que o indicador EVA, nomeadamente, permite avaliar se a empresa cria valor, possibilitando a análise financeira das empresas.

#### 4.2.3 MVA

Após o cálculo dos valores anuais de MVA para cada IPSS, torna-se necessário proceder à determinação do valor atual de cada uma por atualização desses mesmos valores. Para o cálculo dos mesmo utilizou-se a taxa de atualização que considera todas as fontes de financiamento utilizadas pelas IPSS, nomeadamente a WACC. A fórmula de cálculo utilizada corresponde à expressa na equação (30), mais concretamente à da equação (31).

$$MVA = \sum \frac{EVA}{(1+WACC)^n} \quad , \text{ Brandão (2008)} \quad (30)$$

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\frac{EVA_n}{(WACC_n - g_n)}}{(1+WACC)^{n-1}} \quad (31)$$

Também para a apresentação dos valores presentes na tabela 5 foram utilizadas as duas fórmulas de cálculo de EVA cujos resultados obtidos se apresentaram anteriormente na tabela 4, e procedeu-se ao cálculo de valores atuais para o final de cada um dos anos em análise, ou seja, no final de 2007, considerando como fase de crescimento os períodos de 2008 a 2011 e como fase de maturidade o início do ano de 2012, no final de 2008, no final de 2009, no final de 2010 e no final do ano de 2011, onde aqui o valor atual já corresponde somente ao valor da perpetuidade de crescimento constante, isto é, ao valor residual da IPSS assumindo um crescimento constante de 2012 em diante.

Tabela 5: Valores do MVA no final de cada ano para as IPSS estudadas

Ano	Centro Social Nossa Senhora Ó D' Aguim	Os Pioneiros	X
<b>MVA do EVA</b>			
2007	-2063947,71	-2100431,486	-848281,91
2008	-1990908,56	-2072754,089	-854339,08
2009	-1958908,24	-2061395,157	-824665,69
2010	-1186470,01	-2100780,178	-801901,85
2011	-1229332,23	-2169586,04	-793237,22
<b>MVA do EVA*</b>			
2007	-521255,18	7510048,55	10026276,59
2008	-495451,90	7832673,85	10444774,66
2009	-512953,12	8239269,84	10599526,43
2010	-860318,38	8666830,84	10784959,66
2011	-807890,12	9045507,95	11131188,78

Fonte: Elaboração Própria. EVA\* - Valores para o cálculo do EVA, atendendo à fórmula de *Vieito e Maquieira (2010)*.

Por análise da tabela 5 torna-se evidente o facto de os valores obtidos pelo método MVA serem distintos dos resultados anteriormente obtidos por atualização dos FCFF. Isto demonstra bem as dificuldades de interpretação quando se usa um método e não outro distinto para efetuar uma avaliação de uma empresa. Também, tal como previsto anteriormente, verifica-se que na IPSS “Nossa Senhora Ó D’ Aguim” os resultados para os MVA anuais são sempre negativos.

Também se torna importante referir que existem diferenças substanciais relativamente à fórmula de cálculo de base utilizada para o cálculo dos EVA anuais, sendo evidente a diferença de valores de MVA obtidos utilizando o EVA ou o EVA\*, nomeadamente na IPSS “X” e “Os Pioneiros”.

Está evidente na tabela supra apresentada a discrepância de resultados apresentados pela IPSS “X” em relação às restantes, o que se poderá justificar pela inclusão da variável resultados operacionais na fórmula de cálculo do EVA\*.

#### 4.2.4 CVA

Para terminar a aplicação de metodologias de avaliação de empresas às IPSS em análise, seguimos o raciocínio de *Fernandes, Armada e Rodrigues (2005)* que aplicaram o método CVA para análise de empresas não cotadas em bolsa. Os autores utilizaram o método proposto por *Kousedinie et al. (2000)*, cuja expressão de cálculo se apresenta novamente na equação (32). Os resultados obtidos por aplicação do método CVA apresentam-se na tabela 6.

$$CVA_t = ROLI_t + AC_t - AE_t - RU_t \times WACC_t ,$$

*Kousenidis, Negakis e Floropoulos (2000)* (32)

Tabela 6: Valores CVA calculados para os casos de estudo

CVA	Centro Social Nossa Senhora Ó D' Aguim	Os Pioneiros	X
2008	613280,98	-308344,36	-98056,91
2009	758711,88	388942,90	-116808,81
2010	727485,15	478502,78	-68251,32
2011	-252524,33	-211502,30	-103086,13
2012	-135306,05	-227203,89	-87058,99

Fonte: Elaboração Própria. CVA – Cash value added

O valor do CVA traduz os recursos necessários para obter os ganhos mencionados, ou por outras palavras, o CVA apresenta do valor total de investimentos estratégicos aqueles que permitem à empresa aumentar o seu valor. *Fernandes et al. (2005)* apresentou um estudo onde todos os resultados eram positivos, o que não nos permite fazer qualquer analogia. No entanto verificamos que o “Centro Social Nossa Senhora Ó D’Aguim” apresentam resultados positivos em pelo menos três anos da análise, destacando-se assim como a melhor IPSS de entre as analisadas utilizando este método. À semelhança de *Fernandes et al. (2005)*, também atualizamos os valores do CVA obtidos anteriormente, como se pode analisar na tabela 7. Mais uma vez, foram efetuados cálculos de valor atual de CVA por anos, sendo que o final do ano de 2011 apenas considera os valores de continuidade da fase de maturidade que se assume iniciar em 2012.

Este método segundo *Fernandes, Armada e Rodrigues (2005)*, indica em que medida as atividades estão a contribuir para o aumento da riqueza da empresa. Como podemos analisar, e à semelhança da tabela 6 a IPSS “Centro Social Nossa Senhora Ó D’Aguim” é aquela que apresenta os melhores resultados no que respeita à metodologia CVA – valores atualizados, o que traduz que esta IPSS é aquela em que se percebe um aumento do valor da empresa, onde os acionistas vêm resultados vantajosos, que por si incentivam ao aparecimento de novos financiadores e/ou acionistas que garantem a sustentabilidade económica da IPSS.

*Tabela 7: Valores do CVA atualizados para as IPSS analisadas*

Valores atuais CVA	Centro Social Nossa Senhora Ó D’ Aguim	Os Pioneiros	X
2007	81650,88	-34694719,18	-85617101,97
2008	-528221,79	-35694671,92	-89149890,96
2009	-1318879,43	-37955133,49	-90105207,18
2010	-2838651,05	-40707829,47	-91422637,62
2011	-2729414,68	-42545169,37	-94126941,12

Fonte: Elaboração Própria

Atendendo aos resultados de *Fernandes et al. (2005)* em que os autores analisam o setor do Azeite, podemos verificar que os valores obtidos, mesmo tratando-se de uma empresa não cotada na bolsa, em nada se assemelham aos valores obtidos nos casos de estudo apresentados neste projeto, uma vez que os valores são positivos, ainda que foi considerado no seu estudo todas as empresas do setor, ao invés de uma análise individual como a desenvolvida neste projeto. Logo não conseguimos tecer comentários comparativos, reforçando assim a ausência de análises com demais estudos efetuados por outros autores dentro deste estudo financeiro. Em todo caso, uma verdade condicional é o facto dos valores do CVA não dependerem globalmente se a empresa é cotada ou não, mas sim do setor onde operam.

Os autores atualizaram os valores apenas a um ano de referência, 2002, justificando-o pelo facto de considerarem que valores isolados de CVA anuais são inconclusivos e atualizaram então ao ano em que pretendiam avaliar a empresa em estudo. Esta metodologia não coincide com a apresentada no presente projeto, uma vez que procedemos à atualização de valores anuais e por anos para as IPSS ao longo de todo o

período de 2008 a 2012, considerando-se o último ano como sendo o início da maturidade. O objetivo era analisar a evolução de resultados num determinado intervalo de tempo e não avaliar cada IPSS num determinado ano como no artigo, pois assim obteremos apenas uma imagem estática em termos de avaliação.

Da análise geral dos resultados, apesar das oscilações, todas as IPSS apresentam valores negativos, algo que contraria os resultados de *Fernandes et al. (2015)* utilizado na base do cálculo de valores de CVA, uma vez que esses, com exceção do ano de 2002, são sempre positivos.

Os autores neste artigo comparam o valor atual dos CVA's ao valor residual da empresa. Dado que procedemos à atualização de CVA's de forma anual conseguiríamos para cada IPSS fazer esta comparação utilizando como referência os anos de 2007 e de 2011 (ano em que só se considera o valor residual), no entanto como os valores apresentados para ambas as IPSS analisadas são negativos, não vamos proceder a essa análise pois não nos iria permitir retirar qualquer ilação comparativa.

Todavia, os valores encontrados anteriormente são vistos como valores clássicos (*Damodaran, 2002; Neves, 2002; Fernandes et al., 2005*) não refletindo o risco em que se incorre na análise. Por forma a ultrapassar esta falha é aconselhada a análise de sensibilidade por forma a retirarmos ilações relativamente ao risco que se incorre na avaliação de empresas, no nosso caso de IPSS.

#### 4.2.5 Análise de Sensibilidade

Quando analisamos a sustentabilidade financeira de uma empresa, independentemente de ser cotada na bolsa ou de ter determinadas características, a apresentação de uma projeção de resultados é crucial, com o intuito de tentar perceber qual a sustentabilidade futura perante determinados pressupostos aleatórios alternativos. A ideia transposta será de entre as três IPSS estudadas verificar qual será a que melhor desenvolvimento económico apresentará face aos mesmos pressupostos, sempre partindo dos resultados até então analisados, bem como perceber de que forma estes mesmos pressupostos seriam capazes de influenciar os resultados obtidos por aplicação dos métodos de avaliação.

Um facto frisado anteriormente é o de que os resultados apresentados dependem unicamente dos relatórios financeiros que nos foram facultados, sem qualquer enquadramento. Assumiu-se que cada IPSS de 2012 em diante entraria na sua fase de maturidade para conseguirmos proceder à avaliação das mesmas, sabendo de antemão que as IPSS continuaram e continuam atualmente a desenvolver as suas atividades, ou

seja, permanecem na sua fase de crescimento. Assim, a alternativa mais correta será a de questionarmos de que modo os resultados se alterariam em termos de avaliação assumindo crescimento de 2012 em diante. Todavia, as projeções que seguidamente serão apresentadas estão influenciadas pelos pressupostos considerados.

Sucintamente os pressupostos levados em consideração para alteração de variáveis referenciadas como críticas nesta análise foram:

1. Inversão de tendência de Resultados Operacionais, sendo que em 2013:  $RO = RO_{2012} + 50.000$ ;
2. A partir de 2013, os Resultados Operacionais apresentariam um crescimento de 25% em termos anuais face ao ano anterior para as IPSS Centro Social Nossa Senhora Ó D'Aguim e a X, sendo apenas de 5% para os Pioneiros (valor suficiente para produzirem-se resultados satisfatórios no futuro;
3. No investimento em Ativo Fixo, considerou-se um crescimento de 5% face a 2011, uma vez que em 2012 o valor apresentado era negativo;
4. No que respeita à variação das NFM e às Amortizações, Provisões e Imparidades considera-se um crescimento de 5% face a 2012;
5. Para o cálculo da WACC na Projeção considerou-se a média dos últimos cinco anos tendo-se sempre obtido um valor diferente para cada um dos anos;
6. No que concerne ao Passivo e Capital Próprio foi assumido um crescimento de 2% face ao ano de 2012;
7. Assume-se que a IPSS continuaria a crescer de 2013 a 2017, tendo-se assumido o ano de 2018 como o ano de cruzeiro.

De imediato, verificamos que os pressupostos assumidos são muito fortes e que bastam pequenas alterações aos mesmos para inverter na totalidade os resultados da avaliação. Não têm na base nenhuma justificação em concreto, apenas a de serem valores considerados razoáveis, somente pela simples observação da necessidade de tendência e de que modo conseguiríamos essa inversão da mesma. Todavia, para contrariar a tendência de resultados operacionais negativos optou-se por segui-los por forma a conseguirmos perceber em que medida se alterariam os resultados anteriores.

Dado que o método de avaliação por cálculo dos EVAs é o mais utilizado na literatura, optou-se ainda por fazer apenas o cálculo destes assumindo as mesmas fórmulas apresentadas anteriormente para EVA e EVA\*. De seguida e com base nos valores obtidos procedeu-se à atualização anual destes valores calculando sempre o valor atual da empresa no final de um determinado ano, considerando todos os valores verificados

efetivamente bem como os projetados para os anos de 2013 a 2018. Os resultados obtidos apresentam-se na tabela 8.



	Projeção Resultados - Centro Social Nossa Senhora Ó D' Aguium											
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultados Operacionais		-91041,70	-74651,33	-115758,88	-102052,34	-37915,34	12084,66	15105,83	18882,28	23602,85	29503,56	30978,74
Cln = INFM+IAF-A/P/I		-1041621,95	-1028286,53	-257986,33	-122775,09	119666,41	154492,62	134708,08	171728,51	151430,30	190801,11	170012,29
Investimento em Ativo Fixo		-97481,29	-13981,90	-103399,31	-25404,07	-52873,49	-26674,27	-55517,16	-28007,99	-58293,02	-29408,39	-61207,67
Variação NFM		-17001,18	36554,03	59836,94	6155,28	276084,97	289889,22	304383,68	319602,86	335583,01	352362,16	369980,26
Amortizações; provisões; Imparidades		927139,48	1050858,66	214423,96	103526,30	103545,07	108722,32	114158,44	119866,36	125859,68	132152,66	138760,30
	WACC	0,0417	0,0605	0,6007	0,0505	0,0178	0,1543	0,1768	0,2000	0,1199	0,1337	0,1569
	EVA*	-47561,78	-12462,68	39220,47	-95854,96	-40049,77	-11746,18	-8704,40	-15465,05	5451,51	3985,12	4299,54
Valores no final do ano ....	MVA	-67576,74	-59200,96	-133985,05	-44893,31	-5644,28	-3919,01	14860,29	33297,55	31837,28	32110,20	
Ativo		1288948,87	1292375,59	127556,74	1229332,23	1194680,24	1218573,84	1242945,32	1267804,23	1293160,31	1319023,52	1345403,99
REA		-0,0706	-0,0578	-0,9075	-0,0830	-0,0317	0,0099	0,0122	0,0149	0,0183	0,0224	0,0230
	EVA	-159193,51	-152406,36	-1949207,28	-17027,80	-60942,04	-172434,44	-200578,45	-230088,82	-128826,56	-144026,97	-176616,63
Valores no final do ano ....	MVA	-2004939,93	-1971343,83	-1210288,75	-1254353,29	-1215784,49	-1230887,57	-1247873,71	-1267371,47	-1290459,65	-1319023,52	
	Projeção Resultados - Os Pioneiros											
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultados Operacionais		-41059,61	-32125,09	26713,67	68175,49	47047,29	49399,65	51869,64	54463,12	57186,28	60045,59	63047,87
Cln = INFM+IAF-A/P/I		-43210,41	-690551,18	-657655,41	211549,04	-47435,52	224817,82	-52271,97	233470,81	-57602,87	242291,18	-63478,84
Investimento em Ativo Fixo		5865,34	210577,17	128672,21	261058,36	-489,37	274111,28	-513,84	287816,84	-539,53	302207,68	-566,51
Variação NFM		-48126,69	-175343,41	-9017,83	52571,70	68987,27	72436,63	76058,47	79861,39	83854,46	88047,18	92449,54
Amortizações; provisões; Imparidades		949,06	725784,94	777309,79	102081,02	115933,42	121730,09	127816,60	134207,43	140917,80	147963,69	155361,87
	WACC	0,0377	0,0524	0,0599	0,0503	0,0265	0,0454	0,0469	0,0458	0,0430	0,0415	0,0445
	EVA*	-39430,20	4081,42	66119,02	57528,14	48305,71	39196,63	54322,16	43766,45	59662,94	49983,61	65874,48
Valores no final do ano ....	MVA	2612365,24	2745253,57	2843624,47	2929217,15	2958620,78	1258857,70	3142649,28	3242866,04	3322631,61	3410631,80	
Passivo + Capital próprio		1712642,17	1819399,70	1953085,93	2169586,04	2220390,46	2264798,27	2310094,23	2356296,12	2403422,04	2451490,48	2500520,29
REA		-0,0240	-0,0177	0,0137	0,0314	0,0212	0,0218	0,0225	0,0231	0,0238	0,0245	0,0252
	EVA	-106882,20	-120036,16	-84129,52	-36927,29	-11586,24	-52338,08	-55408,23	-52443,76	-45245,06	-40942,20	-47349,19
Valores no final do ano ....	MVA	-2050678,39	-2026521,36	-2076154,94	-2143721,40	-2189006,05	-2236012,74	-2285514,76	-2337783,84	-2393052,87	-2451490,48	
	Projeção Resultados - X											
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultados Operacionais		10845,46	-29664,13	-22819,59	-6671,01	9450,13	59450,13	74312,66	92890,83	116113,54	145141,92	152399,01
Cln = INFM+IAF-A/P/I		97851,49	-43422,76	-25427,92	272749,61	-63569,00	-59853,94	-67924,66	-64082,70	-72618,76	-68649,60	-77680,60
Investimento em Ativo Fixo		26489,09	11728,55	11524,37	-34580,78	-41146,03	-36309,82	-43203,33	-38125,31	-45363,50	-40031,58	-47631,67
Variação NFM		95205,33	8590,00	69942,41	350202,66	18723,06	19659,21	20642,17	21674,28	22758,00	23895,90	25090,69
Amortizações; provisões; Imparidades		23842,93	63741,31	106894,70	42872,27	41146,03	43203,33	45363,50	47631,67	50013,26	52513,92	55139,62
	WACC	0,0424	0,0120	0,0154	0,0307	0,0133	0,0228	0,0188	0,0202	0,0212	0,0192	0,0204
	EVA*	6695,78	-29141,92	-22428,55	-15046,56	10295,35	60812,60	75591,98	94185,04	117650,11	146463,42	153986,85
Valores no final do ano ....	MVA	-452819,01	-429122,73	-413293,44	-410938,22	-426697,47	91995,71	-582179,98	-688122,74	-820333,21	-982587,94	
Passivo + Capital próprio		843900,33	840082,75	851003,77	793237,22	763879,29	779156,88	794740,01	810634,81	826847,51	843384,46	860252,15
REA		0,0129	-0,0353	-0,0268	-0,0084	0,0124	0,0763	0,0935	0,1146	0,1404	0,1721	0,1772
	EVA	-29916,72	-39947,76	-35445,95	-33289,29	-733,67	40896,03	58180,62	75018,85	96684,15	126379,29	132171,50
Valores no final do ano ....	MVA	-471860,84	-486958,86	-408871,22	-388137,48	-392564,54	-442396,63	-508909,51	-594206,31	-703463,59	-843384,46	

Da análise à projeção de resultados elaborada, concluímos que na generalidade as três IPSS melhoram os resultados apresentados quando se assume esta projeção futura. Obviamente e porque a projeção depende dos resultados obtidos até ao ano de 2012 e dos pressupostos assumidos até 2018, a IPSS com melhores resultados no que respeita ao EVA\* é “Os Pioneiros”. Mesmo se tendo assumido um crescimento positivo e favorável em todos os anos a IPSS “X” continua a evidenciar valores atuais de EVA negativos para cada um dos anos em análise, mostrando que seria necessário assumir pressupostos mais fortes de crescimento dos resultados operacionais para conseguir inverter a tendência de resultados negativos na mesma.

Mais ainda, embora seja importante a constatação destes factos perante a hipótese de um cenário otimista, seria também necessário efetuar a mesma análise perante um cenário mais pessimista. Foram realizados os mesmos cálculos assumindo-se um decréscimo da mesma ordem que os pressupostos anteriores e foi possível verificar a tendência de resultados de avaliação negativos generalizados para todas as IPSS e para todos os anos, bem como foram considerados valores inferiores de crescimento dos resultados operacionais e constatou-se valores atuais de fluxos negativos em todos os anos em análise. Mais ainda, seria ainda interessante ter considerado um número elevado de outros cenários também possíveis de acontecer e assim obter uma melhor ideia de risco total, por exemplo utilizando o método de simulação de Monte Carlo à semelhança de *Fernandes et al. (2005)*. Contudo, deixamos esta hipótese para uma futura análise.

No sentido de aprofundarmos o estudo elaborado às IPSS que se disponibilizaram a partilhar os seus relatórios financeiros, e com o intuito de percebermos que valores seriam considerados aceitáveis para que os resultados do MVA com base na análise clássica fossem sempre positivos (aplicando o raciocínio às IPSS com valores de MVA negativos apresentados na tabela 6), dada a intenção de perceber o que seria necessário melhorar, desenvolvemos mecanismos que nos indicam quais os valores necessários de resultados operacionais a obter para as IPSS com o intuito de melhorar os resultados nas variáveis mencionadas. Com este intuito recorreremos à técnica “Goal Seek” disponibilizada no excel para percebermos em quanto teriam de ser os resultados operacionais das IPSS “Centro Social Nossa Senhora Ó D’ Aguim” e “X” para que as mesmas pudessem evidenciar valores de avaliação sempre positivos.

Na tabela 9 conseguimos perceber que na primeira IPSS os valores de RO teriam de sofrer variações de 147,76% em 2008, 183,31% em 2009, 106,07% em 2011 e 105,63% em 2012, face aos valores verificados para cada um destes anos para que fosse possível

obter valores de MVA sempre positivos. No caso da IPSS “X” os valores teriam de sofrer variações de 101,76% em 2009, 101,71% em 2010 e 225,55% em 2011.

*Tabela 9: Projeção de Resultados condicionada*

		Valores para que EVA* fosse 0 e MVA > 0				
		2008	2009	2010	2011	2012
Centro Social Nossa Senhora Ó D’Aguim	Variação necessária	147,76%	183,31%	0,00%	106,07%	105,63%
	RO nessa situação	-43479,92	-62188,65	-115758,88	-6197,38	2134,43
	EVA*	0	0	39220,4705	0	0,00
	MVA	23104,36	24501,66	0,00	0,00	
	RO contabilístico	-91041,7	-74651,33	-115758,88	-102052,34	-37915,34
		Valores para que EVA* fosse 0 e MVA >= 0				
		2008	2009	2010	2011	2012
X	Variação necessária	0,00%	101,76%	101,71%	225,55%	0,00%
	RO nessa situação	10845,46	-522,21	-391,04	8375,55	9450,13
	EVA*	6695,778767	1,02318E-12	0	0	10295,35265
	MVA	10509602,98	10635992,46	10799557,94	11131188,78	
	RO contabilístico	10845,46	-29664,13	-22819,59	-6671,01	9450,13

Fonte: Elaboração Própria

Torna-se assim evidente que no caso da IPSS “Centro Social Nossa Senhora Ó D’Aguim” a gestão não se tem mostrado eficaz nas políticas que prossegue na condução da mesma. Todavia, temos sempre de ter presente as limitações que este relatório de projeto nos oferece por estarmos a assumir pressupostos de base muito fortes, desde a utilização de valores contabilísticos às hipóteses assumidas para determinação do custo do capital próprio por se tratarem de empresas não cotadas em bolsa.

Como podemos analisar os valores que correspondem à variação necessária no que respeita aos Resultados Operacionais de cada IPSS que apresentava valores para MVA negativos, são bastante significativos, o que garante sustentabilidade ao facto de nomearmos como responsáveis pelos valores negativos de algumas metodologias aplicadas os Resultados Operacionais apresentados pelas IPSS.

Conseguimos ainda perceber que o cálculo dos FCFE, FCFF, EVA e CVA em termos apenas clássicos ou estáticos não são por si só suficientes, a via mais adequada ou suficiente para o efeito. Por exemplo, se tivéssemos optado por fazer variar também o valor assumido para o custo de oportunidade do capital próprio, teríamos certamente

chegado a valores bem distintos dos aqui apresentados. Ora, isso só torna ainda mais evidente a elevada dependência de um processo de avaliação de empresas aos pressupostos inicialmente assumidos, determinados e utilizados, bem como espelha bem a diferença de usar valores de mercado e valores contabilísticos que por vezes são manipulados.

Também podemos referir o facto de este tipo de empresas utilizadas para os casos de estudo apresentados estarem ainda excessivamente dependentes do apoio estatal para sobreviverem e face aos cortes constantes que têm ocorrido, podemos desta análise referir que será necessário no muito curto prazo estas IPSS procurarem outros meios financeiros de subsistência pois a apresentação sucessiva de resultados operacionais negativos em alguns destes casos evidenciam que poderão colocar em causa a sua permanência em atividade se algo não for feito para inverter esta tendência de valor de avaliação presente negativo, pelo menos em algumas delas.

Ficou também evidente que existe uma clara dependência dos resultados de avaliação obtidos face aos métodos utilizados para proceder à mesma, bem como, pela dificuldade encontrada em comparar os nossos resultados com os demais autores, a dependência da avaliação aos pressupostos de base (contabilísticos *versus* de mercado) e ao setor de atividade da empresa (por comparação com os valores obtidos pelos autores *Fernandes et al., 2005*).

Podemos então concluir este trabalho dizendo que a sustentabilidade financeira das IPSS em análise é fraca, destacando-se somente “Os Pioneiros” de entre as três estudadas, como sendo a IPSS que se comporta melhor em termos de capacidade de gestão diária.

## Conclusão

O relatório de projeto apresentado pressupôs inicialmente uma revisão minuciosa dos métodos de avaliação de empresas, nas mais diversas análises, mormente Análise com Base no Mercado, Análise com Base no Rendimento e Análise com Base no Património. Aplicado ao estudo das Instituições Particulares de Solidariedade Social, foram apresentados três casos de estudo com o intuito de retirar ilações quer sobre a sustentabilidade financeira destas IPSS, quer sobre a aplicabilidade destas metodologias nestas empresas tão específicas: estas basearam-se na análise dos resultados obtidos da aplicação das metodologias atendendo aos dados dos relatórios financeiros obtidos junto destas Instituições para os anos de 2008 a 2012.

Uma IPSS é uma empresa não cotada em bolsa, o que elimina a possibilidade de emitir ações e conseguir determinar o seu valor de mercado. Logo, os métodos com base no mercado não foram possíveis de aplicação como foi devidamente elucidado. As restantes metodologias foram aplicadas, atendendo à revisão encontrada, salvaguardando que se verificou uma inexistência de literatura acerca da temática desenvolvida. Este facto dificultou a análise comparativa de resultados no que respeita à aplicação das metodologias por diversos autores nos mais variados artigos apresentados. Para além desta escassez, verificou-se que na maioria dos casos práticos publicados, não existe aplicação direta de metodologias, mas antes elaboração de análises de sensibilidade, estatísticas e económicas em torno das metodologias.

No relatório de projeto aqui desenvolvido elucida-se que as IPSS são empresas que na generalidade dependem dos apoios contraídos junto do Estado e das mensalidades obtidas junto dos seus clientes. Em todo o caso percecionamos pelos relatórios financeiros que as mesmas contraem empréstimos, sendo estes pouco significativos atendendo aos valores transacionados pelas mesmas, na maioria dos casos constatando-se junto dos responsáveis pelas instituições que os mesmos se referiam à aquisição de carrinhas, de reparações ou reconstrução de espaços.

Debruçando-nos sobre os resultados apresentados percecionamos que dependendo da métrica de análise, os resultados podem implicar alterações na categorização como melhor IPSS de entre as apresentadas. Se analisarmos globalmente, “Os Pioneiros” surge como a IPSS que apresenta os melhores resultados, protagonizando uma sustentabilidade financeira superior às demais apresentadas. Facto é que as outras IPSS apresentam em muitas metodologias de avaliação resultados negativos, o que significa que a sua gestão global ou parcialmente não está a ser suficientemente eficaz,

salvaguardando a hipótese de que estes resultados são meramente baseados nos relatórios financeiros.

Uma ressalva importante a apresentar consta na projeção de resultados apresentada quando se efetua uma análise de sensibilidade, visto que em todos os casos de estudo se verifica uma melhoria de resultados. Mesmo baseando-nos em pressupostos totalmente aleatórios, facto é que os resultados são melhores. Assim surge a necessidade de esclarecer estas IPSS, nomeadamente frisando que determinadas alterações poderiam aumentar a sua estabilidade financeira no futuro.

Análises financeiras a estas Instituições Particulares de Solidariedade Social são de extrema importância, devido à necessidade das mesmas se ajustarem ao mercado em que operam, sendo o objetivo primordial uma menor dependência face aos apoios do Estado. Estas desenvolvem um papel crucial na sociedade, em todo caso, sendo a sua auto gestão cada vez menor e a sociedade está a perder capacidade financeira para poder suportar mensalidades elevadas, o que terá óbvias consequências sobre a possibilidade de sobrevivência das mesmas a longo prazo.

O desenvolvimento deste relatório despertou em mim o interesse especial na avaliação económica destas instituições. Enquanto gestora acredito que parte destes resultados estão condicionados por práticas comuns no quotidiano, que globalmente analisadas colocam em situação de fragilidade as empresas em análise. Deste modo julgo ser de especial atenção aos gestores que coordenam estas empresas e aos responsáveis pelos apoios de estado nesta área, a forma como as atividades estão a ser desenvolvidas e de que modo se podem alterar rotinas que possam no longo prazo melhorar os resultados apresentados pelas empresas, e consequentemente melhorar os resultados obtidos pela aplicação das metodologias de avaliação de empresas utilizadas.

Findo este relatório que elucida a situação pragmática em que estas empresas se encontram, sugere-se a académicos e gestores que repensem as metodologias de análise e que desenvolvam novos estudos, mais direcionados e aprofundados com o objetivo de salvaguardar o lugar das mesmas no longo prazo, garantindo a sua viabilidade e sustentabilidade económico-financeira.

Apesar de todas as limitações devidamente explicitadas aquando do desenvolvimento deste relatório, achamos que o estudo poderia ainda ser desenvolvido se no futuro se conseguisse efetuar análises similares mas incluindo mais IPSS na análise, bem como tentar desenvolver modelos menos dependentes de parâmetros contabilísticos por forma a serem apresentados resultados de avaliação mais fiáveis e consistentes.

## Referências Bibliográficas

**“Decreto-Lei nº 119/1983.** *Diário da República. Capítulo I, Seção I, Número 1.*  
[http://fiadcpdfs.no.sapo.pt/DL\\_119-1983\\_Estatuto\\_das\\_IPSS.pdf](http://fiadcpdfs.no.sapo.pt/DL_119-1983_Estatuto_das_IPSS.pdf)”

**“Decreto-Lei nº 119/1983.** *Diário da República. Capítulo I, Seção I, Número 1.*  
[http://fiadcpdfs.no.sapo.pt/DL\\_119-1983\\_Estatuto\\_das\\_IPSS.pdf](http://fiadcpdfs.no.sapo.pt/DL_119-1983_Estatuto_das_IPSS.pdf)”

**“Decreto-Lei nº 119/1983.** *Diário da República. Capítulo I, Seção I, Número 1.*  
[http://fiadcpdfs.no.sapo.pt/DL\\_119-1983\\_Estatuto\\_das\\_IPSS.pdf](http://fiadcpdfs.no.sapo.pt/DL_119-1983_Estatuto_das_IPSS.pdf)”

AMARAL, A. C. (2009) **Metodologias de avaliação de empresas: teoria e prática.** Revista Integração, nº 56, Jan./Fev./Mar.

ASSAF NETO, A. (2003) **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática.** Tese (Livro – docência de Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto.

BAGINSKI, S. P. e WAHLEN, J. M. (2003) **Residual Income Risk, Intrinsic Values, and Share Prices.** *The Accounting Review*, nº78, 1, pag. 327-351.

BALBINO, A.; CORREIA, S. e BAPTISTA, C. (2007) **Desdobramento da Alavanca Financeira nas Componentes Operacional e de Financiamento.** pag. 22-31 dos algarves. Disponível em: <http://www.dosalgarves.com/revistas/N16/4rev16.pdf>

BARROS, G. (1997) **EVA (“ Economic Value Added”)** um novo termômetro para as **empresas.** Caderno Económico, Jornal do Brasil, Rio de Janeiro.

BASTARDO, C. e GOMES, A. R. (1996) **Fusões e Aquisições (M&A) – uma abordagem de avaliação de empresas.** 4ª Edição, Texto Editora.

BRANDAO, E. (2008) **Finanças.** 5ª Edição, Set.

BRANDAO, E. (2001) **Finanças.** Porto: Porto Editora.

BREALEY, R. e MYERS, S. (2000) **Principles of Corporate Finance**, 6ª Edição, New York: Irwin McGraw-Hill.

CAETANO, J. (1998) **Sua empresa cria ou destrói riqueza?** Revista Exame, São Paulo.

CALDEIRA, J. (2001) **Finanças Empresariais – Avaliação de projetos de investimento, Temas A-Z, IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à inovação.** Disponível em: [www.iapmei.pt/iapmei-art-03.php?id=576](http://www.iapmei.pt/iapmei-art-03.php?id=576).

CAMPBELL J., POLK, C. e VUOLTEENAHU, T. (2008). **Growth or glamour? Fundamentals and systematic risk in stock returns.** *Review of Financial Studies*,

**Society for Financial Studies.** nº 23, (1) pag. 305-344. ISSN 0893-9454. doi:10.1093/rfs/hhp029.

CARVALHO, J. (2008) **O desempenho nas organizações sem fins lucrativos.** Instituto Superior da Maia, Portugal.

COHEN, R. B., POLK, C. e VUOLTEENAHU, T. (2009) **The price is (almost) right.** **Journal of Finance.** nº 64, pag. 2739-2782. Disponível em: doi:10.1111/j.1540-6261.2009.01516.x.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J.(2002) **Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas.** Tradução Allan Vidigal Hastings. 3ª Edição, São Paulo: Makron Books.

COSTA, L.; COSTA, L.; ALVIM, M. (2010) **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas.** São Paulo: Atlas.

COSTA, R. (2008) **Métodos de Avaliação de Pequenas e Médias Empresas.**

CTOC. (2008) **Avaliação de Empresas,** Ação de Formação, Ago.

CTOC. (2005) **Avaliação de Empresas,** Ação de Formação, Jan.

DA, Z. (2009) **Cash flow, consumption risk, and cross-section of stock returns.** nº 64, pag. 923–956, *Journal of Finance.* Disponível em: doi:10.1111/j.1540-6261.2009.01453.x.

DAMODARAN, A. (2005) **Avaliação de Investimentos – Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark.

DAMODARAN, A. (1997) **Damodaran on Valuation.** New York: John Wiley and Sons.

DAMODARAN, A. (2002) **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.** 2 Edição, Wiley Finance, John Wiley & Sons, New York.

DASTGIR, M., KHODADADI, V. e GHAYED, M. (2010) **Cash flows valuation using capital cash flow methods comparing it with free cash flow method and adjusted presente value method in companies listed on Tehran stock Exchange.** nº 3, 2, pag. 45-58, *Business Intelligence Journal.*

DAVIES, E. (1996) **Como fazer os acionistas mais ricos usando o EVA.** Revista Fortune.

EHRBAR, Al. (1999) **Eva: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza.** Tradução de Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark.



FAMA, E. F. e FRENCH, K. F. (1995) **Size and book-to-market factors in earnings and returns**. nº 50, pag. 131–155, Journal of Finance. Disponível em: doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05169.x.

FAMA, E.F. e FRENCH, K.R. (1998) **Taxes, financing decisions and firm value**. The Journal of Finance, LIII, nº 3, pag. 819-843.

FERGUSON R., J. Rentzler and S. (2005) Yu “**Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance or Profitability?**” nº 15, pag. 101-107, Journal of Applied Finance.

FERNANDES, A.; ARMADA, M. e RODRIGUES, L. (2005) **Avaliação de Empresas não cotadas na Bolsa**. Departamento de Administración de Empresas y Marketing Universidade de Sevilla.

FERNANDEZ, P. (2013. (b)) **Company Valuation Methods**. CH 1, Company Valuation Methods, 23 Nov., IESE Business School, University of Navarra.

FERNANDEZ, P. (2002. (c)) **EVA, Economic Profit and Cash Value Added do not measure shareholder value creation**. Research Paper no 453, Jan., IESE- University of Navarra.

FERNANDEZ, P. (2013. (a)) **Price to Earnings Ratio, Value to Book ratio and Growth**. CH 27 PER, 11 Nov., P to Book and Growth, IESE Business School, University of Navarra.

FERNANDEZ, P. (2013. (b)) **Valuing companies by cash flow discounting: 10 methods and 9 theories**. Chapter 6, IESE Business School, University of Navarra. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=256987>

FERNANDEZ, P. (2010) **WACC: Definition, misconceptions and errors**. nº 29, 4, pag. 138-144, Business Valuation Review.

FERREIRA, D. (2002) **Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas**. Volume II, Edições Sílabo.

FOUNTAINE D., JORDAN, J. D. and PHILLIPS, G. M. (2008) **Using Economic Value Added as a portfolio separation criterion**. nº 47(2) pag. 69-81, Quarterly Journal of Finance and Accounting.

FULLER, R. e HSIA, C. (1984) **A Simplified Common Stock Valuation Model**. pag. 49-56, Set, Financial Analysts Journal.

GARVEY, G. T. e MILBOURN, T. T. (2000) “**EVA versus Earnings: Does it Matter which is More Highly Correlated with Stock Returns?**” Journal of Accounting Research, Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm, pag. 209-245, vol. 38(Supplement, September).

GEMPESAW, C. M., TAMBE, A. M., NAYGA, R. M. E TOENSMEYER, U. C. (1988) **The Single Index Market Model in Agriculture**. nº 17, 2, pag. 147-155, Northeast Journal of Agricultural and Resource Economics.

GRANT, J. L. (1996) **"Foundations of EVA for Investment Managers"**, vol. 23(1, Fall) pag. 41-48, .Journal of Portfolio Management.

GRANT, J. L. (2003) **Foundations of Economic Value Added**, 2ª Edição. New York: John Wiley & Sons..

HITCHNER, J. (2003) **Financial Valuation – Applications and Models**. New Jersey: John Wiley and Sons.

IAZZOLINO, G., LAISE, D. e MIGLIANO, G. (2014) **"Measuring value creation: VAIC and EVA"**, nº18, 1, pag. 8–21, Measuring Business Excellence.

IVANOV, S.I., LEONG, K. e ZAIMA, J.K. (2014) **An empirical examination of negative economic value added firms**. nº 8, 1, pag. 103-112, The International Journal of Business and Finance Research.

JESUS, J.; ROCHA, L. e VIANA, R. (2001) **Avaliação das PME's e Gestão de Risco**. Working papers: Investigação – Trabalhos em curso, nº 110, Faculdade de Economia do Universidade do Porto.

KAVIANI, M., BATEBI, M. e SHAHMANOSURI, R. (2014) **Application of Economic equity value added (EEVA) and true value added (TVA) in explaining modern models derived from free cash flow (CVFCFF and CVFCFE)**. nº 5, 5, pag. 104-110, Research Journal of Finance and Accounting.

KENNERLEY, M.; NEELY,A. (2002) **A framework oh the factors affecting the evolution of performance measurement systems**. Vol. 22, nº 11, pag. 1222-1245, International Journal of Operations Et Production Management.

KENNERLEY, M.; NEELY,A. (2003) **Measuring performance in a changing business environment**. Vol. 23, nº 22, pag. 213-229, International Journal of Operations Et Production Management.

KOENING, G. e MYLES, A. (2013) **Social Security's Impact on the National Economy**. Research Report, AARP Public Policy Institute. Disponível em: [http://www.aarp.org/content/dam/aarp/research/public\\_policy\\_institute/econ\\_sec/2013/social-security-impact-national-economy-AARP-ppi-econ-sec.pdf](http://www.aarp.org/content/dam/aarp/research/public_policy_institute/econ_sec/2013/social-security-impact-national-economy-AARP-ppi-econ-sec.pdf).

KOUSENIDIS, D.V.; NEGAKIS, C.I. e FLOROPOULOS, I.N. (2000) **Size and book-to-market factors in the relationship between average stock returns and average book returns: some evidence from na emerging market**. nº 9 (2), pag. 225-243. The European Accounting Rewiew.

- LAMONT, O.A. e POLK, C. (2001) **The diversification discount: cash flows versus returns**. LVI, nº 5, pag. 1693-1721, The Journal of Finance.
- LEHN, K e MAKHIJA, A. K. (1996) **EVA and MVA: As performance measures and signals for strategic change**. nº 24 (May/June), pag. 34-38. Strategy and Leadership.
- LIMA, M. (2011) **Utilização de *Valuation* na análise de projetos de inovação tecnológica: uma abordagem sobre alternativas de financiamento**. Dissertação submetida à UFPE para obtenção do grau de mestre. Fevereiro. Universidade Federal de Pernambuco.
- MADITINOS, D., ŠEVIC, Ž. e THERIOU, G. N. (2005) **Performance Measures: Traditional Accounting Measures versus Modern value-Based Measures: The case of Earnings and EVA in the Athens Stock Exchange**. Conference paper presented at 3rd International Conference on Accounting and Finance in Transition (ICAFT) 2005, July 2005, Greenwich, London, UK.
- MADITINOS, D., ŠEVIC, Ž. e THERIOU, G. N. (2006) **The Introduction of Economic Value Added (EVA) in the Corporate World**. Paper Presented at The International Conference: Innovation, Entrepreneurship, and Competitiveness in Balkan and Black Sea Countries, Kavala, Greece, November 2-4.
- MARTINS, A.I. (2010) **Método alternativo para a estimação do custo do capital próprio – aplicação prática aos indicadores de criação de valor**. Dos Algarves nº 19, Revista da ESGHT/UAlg, ISSN: 0873-7347, pag 18-36.
- MARTINS, E. (2001) **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à económica**. São Paulo: Atlas.
- MESQUITA, F.G.M. (2013) **Equity Research – Novabase, Trabalho final de mestrado, Trabalho de projeto**. Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais, ISEG – Instituto Superior de Economia e Gestão.
- MILLER, W. (1995) **Commercial Bank Valuation**. Nova York: John Wiley.
- MILUNOVICH, S. e TSUEI, A. (1996) **EVA in The Computer Industry**. Journal of Applied Corporate Finance 9, pag. 104-115.
- MOHANTY, M. e PATTNAIK, S. (2013) **Information Content of Economic Value Added: Evidence from Indian Software Industry**. nº3 (12), pag. 11-34, Asian Journal of Research in Business Economics and Management.
- MOTA, A.G.; NUNES, J.P. e FERREIRA, M.A. (2004) **Finanças Empresariais – Teórica e Prática**. Fev., Publisher team.
- MULLER, N. e TELÓ, A. (2003) **Modelos de Avaliação de empresas**. Curitiba, V.6, nº 2, Revista da FAE.

MURPHY, M.C. e SOUTAR, G. N. (2003) **What Individual Investors Value: Some Australian Evidence**. nº 25(4), pag. 539-555, Journal of Economic Psychology. Disponível em: <http://wenku.baidu.com/view/d8e0d9eb19e8b8f67c1cb962.html>.

NAKHAEI, H.; HAMID, N.I.R.B.; ANUAR, M.B.A. e NAKHAEI, K. (2012) **Performance Evaluation Using Accounting Variables (Net Profit and Operational Profit) and Economic Measures**. nº 2(5), pag. 443-448. International Journal of e-Education, e-Business, e-Management and e-Learning.

NEVES, J. (2002) **Avaliação de Empresas e Negócios**. McGrawHill, Portugal.

NEVES, J.C. (2011) **Avaliação e gestão da performance estratégica da empresa**. 2ª Edição, Lisboa, Texto Editora.

O'BYRNE S. F. (1999) **"EVA and its Critics,"** Journal of Applied Corporate Finance, vol. 12(2, Summer).

OTTOSSON, E. e WEISSENRIEDER, F. (1996) **Cash Value Added – a new method for measuring financial performance**. Study No 1996:1, Jan..

PANDYA, B. (n.d.) **Market value added: an empirical analysis of indian banks**, Indian Journal of Accounting, Vol XLVI (1), pag. 74-86. ISSN-0972-1479

PARAMITHA, A.L., HARTOYO, S. e MAULANA, N.A. (2014) **The valuation of initial share price using the free cash flow to firm method and the real option method in Indonesia stock exchange**. nº 16, 1, pag. 9-16, Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan.

PARASURAMAN, N. R. (2000) **The Economic Value Added – Its Computation and Impact on Select Banking Companies**, nº 6(4), pag. 14-20, Journal of Applied Finance.

PATTON, M. (2002) **Qualitative Research and Evaluation Methods**. 3ª Edição, Sage Publications, California, USA.

PINHO, C. e SOARES, I. (2008) **Finanças-Mercados e Instrumentos**. 2ª edição, sílaba gestão, Lisboa.

POPA, G.; MIHAILESCU, L. e CARAGEA, C. (2009) **EVA – Advanced method for performance evaluation in banks**. Proceedings of the Ninth International Conference on Investments and Economic Recovery, May 22 – 23, 2009, pag. 168-173. Disponível em: <http://www.management.ase.ro/reveconomia/2009-1s/27.pdf>.

RAMANA, D. (2005) **Market Value Added & Economic Value Added: Some Empirical Evidences**, paper presented at 8th Capital market conference, Indian Institute of Capital Markets. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=871404>.

REDDY, R. e REDDY, Y. (2007) **Financial Performance through Market Value Added Approach**. nº 42(1), pag. 56-59, The Management Accountant.

REILLY, R. e SCHWEIHS, R. (1999) **Valuing Intangible Assets**. McGraw-Hill.

- REIS, P.M.N. e AUGUSTO, M.G. (2013) **The terminal value (TV) performing in firm valuation: The gap of literature and research agenda.** nº 9, 12, pag.1622-1636, Journal of Modern Accounting and Auditing.
- SAIAS, L.; CARVALHO, R. e AMARAL, M. (1998) **Instrumentos Fundamentais da Gestão Financeira.** 3ª Edição, Universidade Católica Editora.
- SANTOS, A. (2010) **Método de Avaliação de Empresas.** Trabalho de Projeto de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais. Universidade de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão.
- SILVA, F. (1997) **O Balanço e a Demonstração de Resultados.** Lisboa: Livraria Sá.
- TÓTH, M.; LANCARIC, D.; PITERKOVÁ, A.; SAVOV, R. e RÁBEK, T. (2014) **Measuring systematic risk of unquoted agricultural farms.** XVII, 1, pag. 31–34, Review of Agricultural and Applied Economics.
- VIEITO, J. P. e MAQUIEIRA, C. P. (2010) **Finanças Empresariais – Teórica e Prática.** Escolar Editora.
- WEISSENRIEDER, F.(1997) **Value Baded Management: Economic Value Added or Cash Value Added?.** Gothenburg Studies in Financial Economics. Study no 1997:3.
- WERNKE, R. e LEMBECK, M. (2000) **Valor económico adicionado (EVA).** Revista Brasileira de Contabilidade, Brasília, ano XXIX, nº 121, pag. 84-89, jan. – fev.
- WRIGHT, M. e ROBBIE, K. (1996) **Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information.** nº 26, 2, pag. 153-168, Accounting and Business Research.
- YOUNG, D. e O'BYRNE, S. (2001) **EVA and Value-Based Management – A practical guide to implementation.** McGraw-Hill.
- ZAIMA, J. K. (2008) **Portfolio Investing with EVA.** Vol. 34(3, Spring), Journal of Portfolio Management.